

**ANALISIS INTEGRASI PASAR MODAL ASEAN-5:
KOMPARASI SEBELUM DAN SETELAH
DIBERLAKUKANNYA MASYARAKAT EKONOMI
ASEAN (MEA)**

SKRIPSI

Disusun oleh :

**Hadiasti Alfisyahrina
145020401111032**

**Diajukan Sebagai Salah Satu Syarat
Untuk Meraih Derajat Sarjana Ekonomi**



**JURUSAN ILMU EKONOMI
FAKULTAS EKONOMI DAN BISNIS
UNIVERSITAS BRAWIJAYA
MALANG
2018**

LEMBAR PERSETUJUAN

Skripsi dengan judul :

Analisis Integrasi Pasar Modal ASEAN-5: Komparasi Sebelum dan Setelah diberlakukanya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA)

Yang disusun oleh :

Nama : Hadiasti Alfisyahrina
NIM : 145020401111032
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
Konsentrasi : Ekonomi Keuangan dan Perbankan

Disetujui untuk diajukan dalam Ujian Komprehensif.

Malang, 25 Mei 2018
Mengetahui,

Ketua Program Studi

Dosen Pembimbing,



Sekyo Tri Widyudi, SE.,Mec.,Ph.D
NIP. 19810702 200501 1 002

Putu Mahardika Adi S., SE,M.Si,MA,Ph.D.
NIP. 19760910 200212 1 003

LEMBAR PENGESAHAN

Skripsi dengan judul :

"Analisis Integrasi Pasar Modal ASEAN-5: Komparasi Sebelum dan Setelah diberlakukanya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA)"

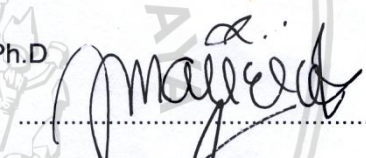
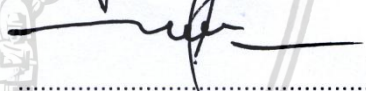
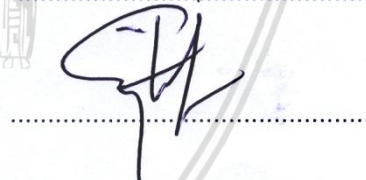
Yang disusun oleh :

Nama : Hadiasti Alfisyahrina
NIM : 145020401111032
Fakultas : Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya
Jurusan : S-1 Ilmu Ekonomi
Konsentrasi : Ekonomi Keuangan dan Perbankan

telah dipertahankan di depan Dewan Penguji pada tanggal **25 Juni 2018** dan dinyatakan memenuhi syarat untuk diterima.

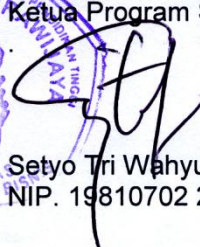
SUSUNAN DEWAN PENGUJI

1. Putu Mahardika Adi S., SE, M.Si, MA, Ph.D
NIP. 19760910 200212 1 003
(Dosen Pembimbing)
2. Prof. Dr. Ghozali Maski, SE., MS.
NIP. 19580927 198601 1 002
(Dosen Penguji I)
3. Setyo Tri Wahyudi, SE., Mec., Ph.D
NIP. 19810702 200501 1 002
(Dosen Penguji II)


.....

.....

.....



Malang, Juli 2018
Ketua Program Studi


Setyo Tri Wahyudi, SE., Mec., Ph.D
NIP. 19810702 200501 1 002

PERNYATAAN KEASLIAN
SURAT PERNYATAAN

Yang bertanda tangan di bawah ini, saya :

Nama : **Hadiasti Alfisyahrina**
Tempat, tanggal lahir : **Banyuwangi, 26 Januari 1996**
NIM : **145020401111032**
Jurusan : **S1 Ilmu Ekonomi**
Konsentrasi : **Ekonomi Keuangan dan Perbankan**
Alamat : **Jl. Terusan Wijaya Kusuma No.42A Malang**

Menyatakan dengan sesungguhnya bahwa SKRIPSI yang berjudul :

**Analisis Integrasi Pasar Modal ASEAN-5: Komparasi Sebelum dan Setelah
Diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA)**

yang saya tulis adalah benar-benar hasil karya saya sendiri dan bukan merupakan plagiat atau saduran dari Skripsi orang lain.

Apabila dikemudian hari ternyata pernyataan saya tidak benar, maka saya bersedia menerima sanksi akademis yang berlaku (dicabutnya predikat kelulusan dan gelar kesarjanaannya)

Demikian pernyataan ini saya buat dengan sesungguhnya, untuk dapat dipergunakan sebagaimana mestinya.

Malang, 25 Mei 2018

Mengetahui,
Dosen Pembimbing,

Putu Mahardika Adi S., SE,M.Si,MA,Ph.D.
NIP. 19760910 200212 1 003



Yang membuat pernyataan,

Hadiasti Alfisyahrina
NIM. 145020401111032



Mengetahui,
Ketua Program Studi

Setyo Tri Wahyudi, SE.,Mec.,Ph.D
NIP. 19810702 200501 1 002

DAFTAR RIWAYAT HIDUP

Nama : Hadiasti Alfisyahrina
 Tempat, Tanggal Lahir : Banyuwangi, 26 Januari 1996
 Jenis Kelamin : Perempuan
 Agama : Islam
 Alamat : Jalan Merapi No 09,
 Kel.Singotrunan, Kab. Banyuwangi.



No Telp : 083852031429
 Email : hadiastiblog@gmail.com

Pendidikan Formal

2000-2002 : TK Aisyiyah Bustanul Atfhal (ABA) 1, Kab. Banyuwangi
 2002-2008 : SD Muhammadiyah 1, Kab. Banyuwangi
 2008-2011 : SMPN 1 Banyuwangi, Kab. Banyuwangi
 2011-2014 : SMAN 1 Giri, Kab. Banyuwangi
 2014-2018 : S1 Ilmu Ekonomi, Universitas Brawijaya Malang

Pengalaman Organisasi Dan Kepanitiaan

1. **“EGO (Economist Goes to Opera) FEB UB”** sebagai pengurus harian divisi Rumah Tangga periode kepengurusan tahun 2014-2015
2. **“HMJIE (Himpunan Mahasiswa Jurusan Ilmu Ekonomi) FEB UB”** sebagai staf Departemen Kewirausahaan periode kepengurusan tahun 2015-2016
3. **“KMOBM (Keluarga Mahasiswa Osing Brawijaya Malang)”** sebagai Bendahara Umum periode kepengurusan tahun 2015-2016
4. Kepanitiaan **“Pentas Studi 2015”** sebagai Ketua Pelaksana dan Aktor yang diselenggarakan oleh teater EGO FEB UB
5. Kepanitiaan **“ESBC 2015”** sebagai Bendahara I yang diselenggarakan oleh HMJIE FEB UB
6. Kepanitiaan **“Communication Traning 2015”** sebagai Bendahara II yang diselenggarakan oleh HMJIE FEB UB
7. Kepanitiaan **“IE Solid 2015”** sebagai Bendahara II yang diselenggarakan oleh HMJIE FEB UB
8. Kepanitiaan **“PHOSE 2015”** sebagai Bendahara I yang diselenggarakan oleh HMJIE FEB UB
9. Kepanitiaan **“Transformers 2016 Ospek Jurusan Ilmu Ekonomi”** sebagai Sekretaris Pelaksana yang diselenggarakan oleh HMJIE FEB UB
10. Kepanitiaan **“PEMILWA IE 2016”** sebagai Bendahara Pemilwa yang diselenggarakan oleh HMJIE FEB UB



Pengalaman Pelatihan/Seminar

1. Seminar Nasional Kewirausahaan ESBC “**Hadapi AEC 2015, Harus Jadi Bos di Negeri Sendiri**” yang diselenggarakan oleh Himpunan Mahasiswa Jurusan Ilmu Ekonomi FEB UB pada 25 Oktober 2014
2. Kuliah umum Edukasi Literasi Keuangan “**Mengenal Lebih Jauh Bisnis Perusahaan Pembiayaan**” yang diselenggarakan oleh Mandiri Tunan Finance pada 19 November 2015
3. “**Workshop Pemasaran Digital dan Kewirausahaan Bagi Pemuda**” yang diselenggarakan oleh Dinas Pemuda dan Olahraga Kabupaten Banyuwangi pada 31 Juli 2017
4. Kuliah Kerja Nyata Profesi di **Bank Jawa Timur Tbk.** (Bank Jatim) Kantor Wilayah Banyuwangi, Divisi Kredit pada September hingga Oktober 2017



ANALISIS INTEGRASI PASAR MODAL ASEAN-5: KOMPARASI SEBELUM DAN SETELAH DIBERLAKUKANNYA MASYARAKAT EKONOMI ASEAN (MEA)

Hadiasti Alfisyahrina,

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email: hadiastiblog@gmail.com

ABSTRAK

Tujuan penelitian adalah untuk mendeteksi pergerakan tingkat integrasi dan hubungan jangka panjang antara indeks harga saham di kawasan regional ASEAN-5 atas pemberlakuan kerjasama Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Penelitian ini menggunakan dua metode perhitungan yaitu metode konvergensi yang secara komplementer menjelaskan pergerakan integrasi yang terjadi dengan menghitung konvergensi beta (β) yang menjelaskan kecepatan konvergensi indeks harga saham dan konvergensi sigma (σ) yang menunjukkan pergerakan tingkat integrasi yang terjadi, serta metode analisis kointegrasi untuk mengetahui hubungan jangka panjang antara indeks harga saham. Dengan metode tersebut, digunakanlah dua indeks *benchmark* yaitu indeks saham Jepang dan China. Hasil penelitian ini menemukan bahwa indeks harga saham ASEAN-5 dengan perhitungan menggunakan dua indeks *benchmark* memiliki kecepatan konvergensi yang cepat dan menunjukkan adanya peningkatan tingkat integrasi setelah diberlakukannya kerjasama MEA. Pada analisa kointegrasi juga ditemukan vector yang terkointegrasi yang mengindikasikan terdapat hubungan jangka panjang diantara indeks harga saham ASEAN-5 selama periode penelitian. Hasil ini menunjukkan bahwa kerjasama MEA membentuk pasar modal ASEAN-5 semakin terintegrasi akibat dari peningkatan efisien pasar yang terbentuk, yang turut berimplikasi pada perekonomian riil melalui peningkatan investasi dan likuiditas.

Kata kunci: Integrasi pasar modal, kovergesi-beta, konvergensi-sigma, ASEAN.
Klasifikasi JEL: C23, G15,G12

COMPARISON OF ASEAN-5 CAPITAL MARKET INTEGRATION: BEFORE AND AFTER THE IMPLEMENTATION OF ASEAN ECONOMIC COMMUNITY (AEC)

Hadiasti Alfisyahrina

Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya

Email: hadiastiblog@gmail.com

ABSTRACT

The aim of the study is to detect the movement of integration level and long-term relationship between stock price index in ASEAN-5 regional upon the implementation of ASEAN Economic Community (AEC). This study uses two methods of calculation that is the convergence method which complementally explains the integration movement that occurs by calculating beta convergence (β) which explains the speed of convergence of stock price index and sigma convergence (σ) indicating the movement of integration level that occurs, and cointegration analysis method for find out the long-term relationship between the stock price index. Using this method, two benchmark indices are Japan and China stock indexes. The results of this study found that the ASEAN-5 stock price index with calculations using two benchmark indices has a fast convergence speed and indicates an increase in the level of integration after implementation of the MEA cooperation. The cointegration analysis also found a cointegrated vector which indicated a long-term relationship between the ASEAN-5 stock price index during the study period. These results indicate that the cooperation of MEA to form ASEAN-5 capital market is increasingly integrated as a result of the efficient increase of established market, which also has implications for the real economy through increased investment and liquidity.

Keywords: Stock market integration, beta-convergence, sigma-convergence ASEAN.

JEL Classification: C23, G15,G12

KATA PENGANTAR

Alhamdulillahrabbi'l'amin, puji syukur penulis ucapkan kepada Allah SWT serta Nabi Muhammad SAW atas rahmat, nikmat, dan karunia-Nya penulis dapat menyelesaikan Tugas Akhir Strata I yaitu Skripsi pada Jurusan Ilmu Ekonomi, Fakultas Ekonomi dan Bisnis, Universitas Brawijaya. Sebagai bentuk syukur yang tak terhingga, penulis ingin mengucapkan terima kasih kepada:

1. Bapak Drs. Nurkholis, M.Buss., Ak., Ph.D selaku Dekan Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
2. Bapak Dr.rer.pol. Wildan Syafitri, SE., ME selaku Ketua Jurusan Ilmu Ekonomi Fakultas Ekonomi dan Bisnis Universitas Brawijaya.
3. Bapak Putu Mahardika Adi Saputra, SE.,M.Si, MA., Ph.D. selaku Dosen Pembimbing. Terima kasih atas ilmu, pengalaman, rekomendasi, motivasi, bimbingan dan segala bentuk bantuan yang telah diberikan selama pengerjaan skripsi ini.
4. Bapak Prof. Dr. Ghozali Maski, SE., MS. selaku Dosen Penguji I yang telah memberikan saran dan pengarahan untuk menyempurnakan penulisan skripsi.
5. Bapak Setyo Tri Wahyudi, SE., Mec., Ph.D. selaku Dosen Penguji II yang telah memberikan saran dan pengarahan sehingga pembahasan pada skripsi menjadi lebih baik.
6. Mama, Papa dan Adek terimakasih atas semua support dalam doa, fisik dan juga mental selama ini. Yang selalu menjadi motivasi dan pengingat Ina untuk selalu bersyukur dan berserah sama segala yang diberi oleh Allah SWT.
7. Tante Puteri dan Om Nonot yang menjadi sponsor Ina selama kuliah, Terimakasih atas nasehat dan dukungannya.
8. Untuk sahabat-sahabatku, Audina dan Anggi yang saling melengkapi, Sahabat Road to SE yang selalu setia setiap saat, mewarnai hari-hari selama kuliah dan nyekripsi, Ayang yang peka diajak curhat, Pasukan sebelas, Black Team, Geng Nche, Vira Ike, Temen-temen Keuangan Perbankan 2014, terimakasih atas segala cerita dan dukungan secara materiil maupun non materiil.

9. Serta didedikasikan untuk semua pihak baik keluarga, teman dan lain-lain yang namanya tak tersebut di atas, yang keberadaanya membantu penulis dan memacu semangat untuk segera menyelesaikan skripsi, yang sadar atau tidak berkontribusi bagi setiap lembar tulisan yang dibuat.

Penulis sangat menyadari karya ini masih jauh dari kata sempurna. Akan menjadi sempurna ketika penulis mendapat saran dan kritikan yang Insya Allah siap diterima dengan lapang dada. Semoga dengan terciptanya karya ini, dapat bermanfaat bagi yang membaca dan terdapat satu pikiran baru yang membuka jendela ilmu pembaca. Aamiin Yaa Rabbal Alamin.

Malang, 24 Juli 2018

Hadiasti Alfisyahrina

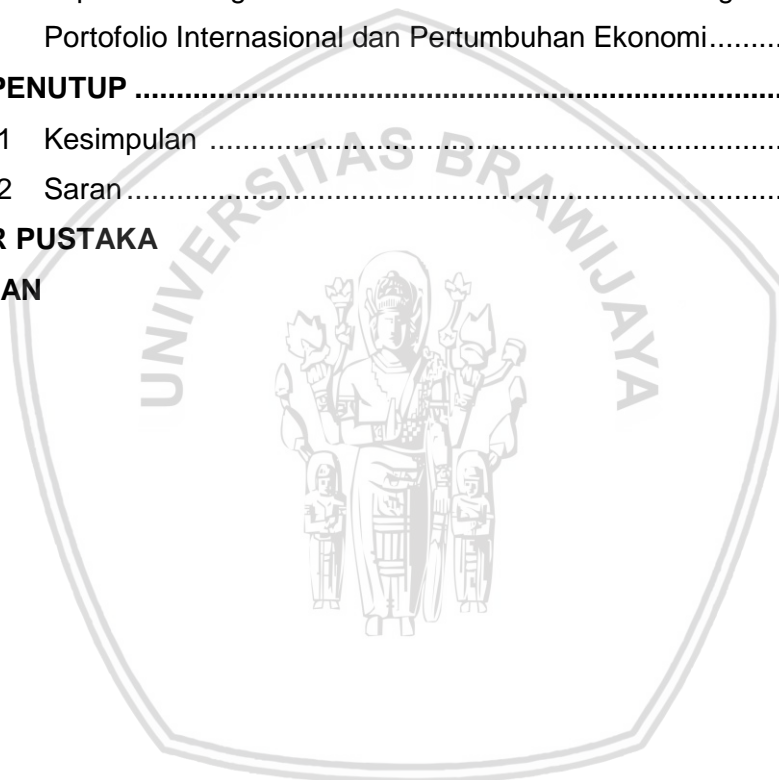


DAFTAR ISI

HALAMAN JUDUL.....	i
LEMBAR PERSETUJUAN.....	ii
LEMBAR PERNYATAAN.....	iii
PERNYATAAN KEASLIAN SKRIPSI	iv
DAFTAR RIWAYAT HIDUP	v
ABSTRAK	vii
ABSTRACT	viii
KATA PENGANTAR	ix
DAFTAR ISI	xi
DAFTAR TABEL	xiv
DAFTAR GAMBAR.....	xv
DAFTAR LAMPIRAN	xvi
DAFTAR SINGKATAN.....	xvii
BAB I PENDAHULUAN	1
1.1 Latar Belakang	1
1.2 Rumusan Masalah	9
1.3 Tujuan Penelitian	10
1.4 Manfaat Penelitian	10
BAB II KAJIAN PUSTAKA	11
2.1 Kajian Teori.....	11
2.1.1 Konsep dan Tahapan Integrasi Keuangan	11
2.1.2 Integrasi Pasar Modal	13
2.1.2.1 Manfaat Potensial dari Integrasi Pasar Modal	15
2.1.2.2 Biaya dari Integrasi Pasar Modal.....	17
2.1.2.3 Hubungan Antara Pasar Modal dalam Jangka Panjang.....	19
2.1.3 Efisiensi Pasar Modal	21
2.1.4 Teori <i>Contagion Effect</i>	23
2.1.5 Teori Diversifikasi Portofolio.....	25
2.1.6 Teori Investasi dan Pertumbuhan Ekonomi.....	27
2.1.7 Kerjasama Keuangan ASEAN	39
2.1.7.1 Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA).....	31
2.2 Penelitian Terdahulu	32

2.3 Kerangka Pikir	38
2.4 Hipotesis Penelitian	41
BAB III METODE PENELITIAN.....	42
3.1 Pendekatan Penelitian	42
3.2 Lokasi dan Waktu Penelitian	42
3.3 Definisi Operasional Variabel Penelitian	43
3.3.1 Indeks Harga Saham Indonesia	44
3.3.2 Indeks Harga Saham Malaysia	44
3.3.3 Indeks Harga Saham Filipina.....	45
3.3.4 Indeks Harga Saham Thailand	45
3.3.5 Indeks Harga Saham Singapura.....	46
3.3.6 Indeks Harga Saham Jepang	46
3.3.7 Indeks Harga Saham China	46
3.4 Populasi dan Penentuan Sampel	47
3.5 Jenis dan Sumber Data	48
3.6 Metode Pengumpulan Data	49
3.7 Metode Analisis Data	50
3.7.1. Konvergensi	50
3.7.1.1. Konvergensi Beta	51
3.7.1.1.1 Uji Wald	52
3.7.1.2. Konvergensi Sigma	53
3.7.2 Uji Kointegrasi	54
3.7.2.1. Uji Stasioneritas	54
3.7.2.2 . Uji Lag Optimum	55
3.7.2.3. Uji Kointegrasi Johansen	56
BAB VI HASIL DAN PEMBAHASAN	58
4.1 Perkembangan Indeks Harga Saham ASEAN-5 dan Negara <i>Benchmark</i>	58
4.1.1 Perkembangan Indeks Harga Saham Indonesia	59
4.1.2 Perkembangan Indeks Harga Saham Malaysia	60
4.1.3 Perkembangan Indeks Harga Saham Filipina	61
4.1.4 Perkembangan Indeks Harga Saham Thailand.....	62
4.1.5 Perkembangan Indeks Harga Saham Singapura	63
4.1.6 Perkembangan Indeks Harga Saham Jepang.....	64
4.1.7 Perkembangan Indeks Harga Saham China	65

4.2 Hasil Estimasi dan Pembahasan.....	66
4.2.1. Hasil Estimasi Konvergensi dan Pembahasan	66
4.2.1.1 Hasil Estimasi Konvergensi Beta	67
4.2.1.2. Hasil Estimasi Konvergensi Sigma.....	70
4.2.2. Hasil Estimasi Kointegrasi dan Pembahasan	76
4.2.2.1 Uji Stasioneritas	76
4.2.2.2 Pengujian Lag Optimum	78
4.2.2.3 Hasil Estimasi Kointegrasi Johansen	78
4.3 Analisis Komparasi Tingkat Integrasi Pasar Modal ASEAN-5.....	84
4.4 Implikasi Integrasi Pasar Modal ASEAN-5 dengan Diversifikasi Portofolio Internasional dan Pertumbuhan Ekonomi.....	88
BAB V PENUTUP	92
5.1 Kesimpulan	92
5.2 Saran	93
DAFTAR PUSTAKA	
LAMPIRAN	



DAFTAR TABEL

Tabel 1.1	Jumlah Perusahaan yang Terdaftar pada masing-masing Pasar Modal lima negara ASEAN	6
Tabel 1.2	Ringkasan <i>Research Gap</i>	8
Tabel 2.1	Karakteristik Tahapan Integrasi Ekonomi Internasional	12
Tabel 2.2	Tahapan Integrasi Ekonomi Bela Balassa	13
Tabel 3.1	Aliran Investasi Asing Langsung di ASEAN tahun 2013 – 2016 (dalam Juataan Dollar)	50
Tabel 4.1	Hasil Pengujian Koefisien Beta (β) Masing-masing Negara ASEAN-5 dengan <i>Benchmark</i> Jepang	67
Tabel 4.2	Hasil Pengujian Koefisien Beta (β) Masing-masing Negara ASEAN-5 dengan <i>Benchmark</i> China	69
Tabel 4.3	Hasil Pengujian Kointegrasi <i>Johansen Test</i> Antara ASEAN-5 dengan <i>benchmark</i> Jepang pada Full Periode (2012 – 2017)	79
Tabel 4.4	Hasil Pengujian Kointegrasi <i>Johansen Test</i> Antara ASEAN-5 dengan <i>benchmark</i> Jepang Periode Sebelum diberlakukannya MEA (2012 – 2015)	80
Tabel 4.5	Hasil Pengujian Kointegrasi <i>Johansen Test</i> Antara ASEAN-5 dengan <i>benchmark</i> Jepang Periode Sesudah diberlakukannya MEA (2015 – 2017)	80
Tabel 4.6	Hasil Pengujian Kointegrasi <i>Johansen Test</i> Antara ASEAN-5 dengan <i>benchmark</i> China pada Full Periode (2012 – 2017)	81
Tabel 4.7	Hasil Pengujian Kointegrasi <i>Johansen Test</i> Antara ASEAN-5 dengan <i>benchmark</i> China Periode Sebelum diberlakukannya MEA (2012 – 2015)	82
Tabel 4.8	Hasil Pengujian Kointegrasi <i>Johansen Test</i> Antara ASEAN-5 dengan <i>benchmark</i> China Periode Sesudah diberlakukannya MEA (2015 – 2017)	83
Tabel 4.9	Nilai Transaksi Saham yang Diperdagangkan Pasar Modal ASEAN-5	86
Tabel 4.10	Kapitalisasi Pasar Modal ASEAN-5	87

DAFTAR GAMBAR

Gambar 1.1	Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan ASEAN-5 dalam Mata Uang lokal.....	5
Gambar 2.1	Penurunan Risiko Portofolio Melalui Diversifikasi	26
Gambar 2.2	Hubungan Antara Investasi dan <i>Capital stock</i>	28
Gambar 2.3	Kerangka Pikir.....	39
Gambar 3.1	Pengelompokkan Negara Penelitian	49
Gambar 3.2	Alur Teknik Analisis Data	50
Gambar 4.1	Pergerakan <i>Jakarta Composite Index (JCI)</i>	58
Gambar 4.2	Pergerakan <i>Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE)</i>	59
Gambar 4.3	Pergerakan <i>Philippine Stock Exchange (PSE)</i>	60
Gambar 4.4	Pergerakan <i>Stock Exchange of Thailand (SET)</i>	61
Gambar 4.5	Pergerakan <i>Strait Time Index (STI)</i>	62
Gambar 4.6	Pergerakan <i>Nikkei 225 (N225)</i>	64
Gambar 4.7	Pergerakan <i>Shanghai Stock Exchange (SSE)</i>	65
Gambar 4.8	Pergerakan Konvergensi Sigma (σ) ASEAN-5 dengan <i>Benchmark Jepang</i>	71
Gambar 4.9	Pergerakan Konvergensi Sigma (σ) ASEAN-5 dengan <i>Benchmark China</i>	72

DAFTAR LAMPIRAN

Lampiran 1 Hasil Uji Wald.....	xviii
Lampiran 2 Hasil Uji Stasionearitas	xix
Lampiran 3 Hasil Uji Lag Optimum	xx



DAFTAR SINGKATAN

ASEAN	Association of Southeast Asian Nations
JCI	Jakarta Composite Index
KLSE	Kuala Lumpur Stock Exchange
MEA	Masyarakat Ekonomi ASEAN
N225	Nikkei 225
PSE	Philippine Stock Exchange
SET	Stock Exchange of Thailand
SSE	Shanghai Stock Exchange
STI	Straits Times Index



BAB I

PENDAHULUAN

1.1. Latar Belakang

Tingkat kemakmuran suatu negara dapat diukur melalui perkembangan perekonomian negara tersebut. Perekonomian negara akan selalu berubah seiring dengan terjadinya perubahan infrastruktur dan kebijakan baru yang diterapkan. Perubahan tersebut dapat pula terjadi sebagai akibat dari faktor eksternal seperti bencana alam yang tidak dapat diprediksi, harga minyak dunia, maupun syok ekonomi yang terjadi dinegara lain yang secara langsung maupun tidak akan memberi pengaruh terhadap negara yang bersangkutan. Dari hal tersebut, maka diperlukan adanya indikator yang dapat mengukur perekonomian suatu negara.

Indikator ekonomi seperti PNB, PDB, tingkat pengangguran, IHK dan harga minyak mentah yang berskala makro dapat digunakan untuk mengukur kemungkinan investasi yang potensial dan mengukur kesehatan perekonomian suatu negara secara keseluruhan. Salah satu cara untuk mengukur perkembangan perekonomian negara adalah dengan melihat pasar modal negara tersebut. Perkembangan pasar modal dapat digunakan sebagai *benchmark* atas kondisi perekonomian suatu negara. Maka dari itu, belakangan ini sering dilakukan analisis integrasi pasar modal dalam melihat perkembangan ekonomi di beberapa negara.

Integrasi pasar modal secara singkat terbentuk dikarenakan adanya integrasi ekonomi pada suatu kawasan. Integrasi dapat terbentuk karena adanya kebijakan komersil dengan penghapusan hambatan dan pengurangan

diskriminasi yang berlaku untuk pihak yang tergabung dalam integrasi tersebut (Sugiyono dan Sudarwan, 2013). Terbentuknya integrasi ini merupakan perwujudan atas adanya peningkatan perdagangan dan investasi lingkup regional (Arsyad, 2015). Menurut Endri (2009) dan (Widagdo, 2013) integrasi pasar modal juga didukung dengan adanya liberalisasi keuangan.

Liberalisasi keuangan merupakan kebijakan atas kebebasan pertukaran barang antar negara dengan mengurangi maupun menghapuskan berbagai macam hambatan maupun pembatasan perdagangan. Menurut, Endri (2009) pelaksanaan liberalisasi keuangan dimasa depan akan memberikan peluang baru bagi peningkatan ekspor dan impor barang antar negara. Dalam konteks yang lebih formal, pembentukan pasar bebas direalisasikan dalam bentuk kerjasama antarnegara.

Perhitungan integrasi dengan menggunakan pasar modal dinilai lebih fleksibel karena dapat disesuaikan dengan jangka waktu dan lingkup negaranya, baik secara regional maupun dunia. Pasar modal dinyatakan terintegrasi apabila kedua atau lebih pasar terpisah memiliki pergerakan yang sama dan memiliki korelasi diantara pergerakan indeksnya (Sugiyono dan Sudarwan, 2013). Dengan adanya integrasi, pergerakan indeks pasar modal yang sama akan membuat resiko yang mungkin timbul hanya karena risiko sistematis dan kondisi yang sistematis tersebut akan membuat pasar menjadi efisien. Menurut Click dan Plummer (2005), pasar yang terintegrasi akan lebih efisien dibandingkan dengan pasar yang tersegmentasi, sehingga kemungkinan adanya penyimpangan harga baik itu *overpriced* maupun *underpriced* akan terhindar. Sehingga investor akan lebih mudah dalam mengamati dan meramalkan tren yang terjadi di pasar modal.

Dengan adanya integrasi pasar modal, investor akan lebih dimudahkan dalam pemilihan portofolio investasi. Investor yang berasal dari luar daerah

regional akan mendapat manfaat dalam kemudahan investasi, peningkatan likuiditas dan pengurangan biaya investasi (Click and Plummer, 2005). Namun disisi lain, pasar modal yang terintegrasi juga dapat menimbulkan pengurangan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan portofolio investasi. Hal tersebut dikarenakan risiko investasi yang menjadi menggelembung sehingga apabila terjadi penurunan harga atas suatu aset, maka harga aset lain yang berkorelasi positif akan mengalami penurunan sehingga potensi kerugian yang akan dialami juga semakin besar.

Dalam kerjasama antarnegara yang telah terbentuk di berbagai wilayah di dunia, berbagai sektor telah menjadi subjek integrasi antara lain pada bidang sosial, politik dan bidang ekonomi terutama pada perdagangan bebas antarnegara. Pada kawasan ASEAN, kerjasama bidang ekonomi bermula dari ditandatanganinya *Agreement on ASEAN Preferential Trading Arrangement* (PTA) pada tahun 1977 kemudian *ASEAN Free Trade Area* (AFTA) pada tahun 1992, setelah perberlakuan AFTA dengan kesepakatan membentuk perdagangan bebas dengan mengurangi dan akhirnya menghapus tarif dan, Akhirnya pada tahun 1995 disepakatilah *ASEAN Framework Agreement on Service* (AFAS) untuk kerjasama ekonomi lebih lanjut. Selanjutnya melalui Bali Concord II pada tahun 2003, ASEAN hambatan non-tarif untuk perdagangan di antara negara ASEAN menunjukkan hasil yang signifikan membawa dampak positif terhadap arus perdagangan diantara anggotanya (Saputra, 2014) membentuk *ASEAN Community* yang salah satu pilarnya adalah Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Dalam meralisasikan MEA, dibuatlah *Roadmap of Monetary and Financial Integration* ASEAN (RIA-Fin) yang berfokus pada peningkatan pasar modal kawasan ASEAN dengan harapan secara bersamaan dapat meningkatkan integrasi ekonomi.

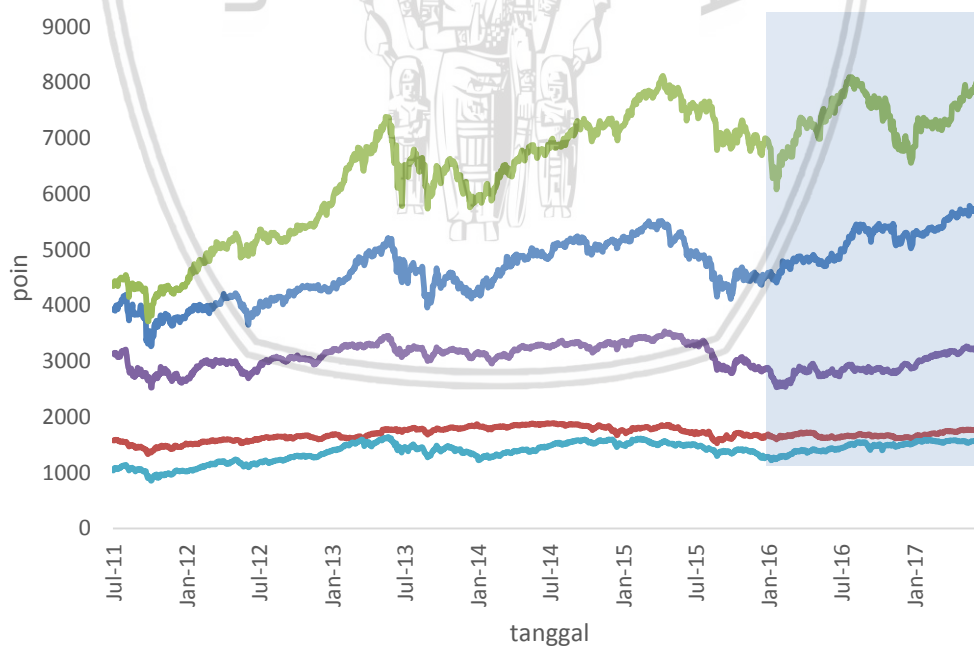
RIA-Fin mencakup tiga bidang utama yaitu: 1) liberalisasi jasa keuangan, 2) liberalisasi neraca modal, dan 3) pengembangan pasar modal. Berdasarkan Roadmap yang ketiga, pengembangan pasar modal dapat dilihat terutama pada tingkat integrasi yang terjadi. Jika mengikuti teori sebelumnya mengenai integrasi, maka seharusnya pembentukan MEA merupakan langkah liberalisasi pasar yang mengakibatkan adanya integrasi ekonomi dan secara langsung dapat meningkatkan integrasi pasar modal antar negara yang tergabung dalam MEA. Kesepakatan mengenai RIA-Fin tersebut diwujudkan untuk membentuk kerjasama pasar modal yang saling terintegrasi, meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperkuat integrasi regional. Inisiatif lain yang berperan penting dalam mencapai integrasi pasar modal ASEAN adalah *ASEAN Capital Market Forum* (ACMF) yang bertujuan untuk mewujudkan keselarasan antar pasar modal di kawasan ASEAN. ACMF dibentuk dalam rangka menunjang kesepakatan yang telah tertuang dalam *blueprint* Masyarakat Ekonomi ASEAN 2015 yaitu untuk merancang strategi dalam mendorong terbentuknya integrasi sektor pasar modal.

Selanjutnya, ASEAN-5 yang terdiri atas Malaysia, Indonesia, Singapura, Filipina, dan Thailand selaku negara-negara pendiri ASEAN seharusnya memiliki tingkat integrasi yang baik. Menurut Widagdo (2013), ASEAN-5 dinyatakan tepat untuk melaksanakan integrasi moneter karena memiliki kesamaan dalam pola perdagangan, variasi tingkat pertukaran dan respon terhadap syok ekonomi. Salah satu pembuktian bahwa ASEAN-5 memiliki pergerakan ekonomi yang cenderung searah dapat dilihat dari perkembangan indeks harga saham gabungan dari kelima negara tersebut.

Pada gambar 1.1 menunjukkan bagaimana komparasi atas pergerakan indeks Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura dan Thailand. Pada periode

tertentu seluruh indeks mengalami pergerakan yang sama seperti pada bulan Agustus tahun 2011, pada saat itu diketahui sedang terjadi penurunan hutang Amerika Serikat yang mengakibatkan guncangan pada bursa saham global. Selain itu, pada bulan Mei tahun 2013 juga terlihat pergerakan yang sama yang disebabkan adanya informasi mengenai kemungkinan penurunan stimulus keuangan di Amerika oleh *The Fed* karena prospek perbaikan ekonomi yang mulai tampak sehingga dengan prospek dari perekonomian tersebut membuat pasar modal Amerika mulai dibanjiri investor yang menarik dananya dari luar negeri. Dengan memiliki kecenderungan gerak yang sama maka terdapat indikasi adanya keterkaitan antar pasar modal ASEAN dan menunjukkan adanya potensi pasar yang terintegrasi

Gambar 1.1: Pergerakan Indeks Harga Saham Gabungan ASEAN-5 dalam mata uang lokal



Ket : — Indonesia; — Malaysia; — Filipina; — Singapura ; — Thailand.

Area yang berbayang menunjukkan periode setelah diberlakukannya MEA

Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

Pasar modal di kawasan ASEAN yang saling terintegrasi akan meningkatkan peranya didalam peningkatan pembangunan ekonomi kawasan ASEAN. Pasar modal yang terintegrasi dibutuhkan agar negara-negara di Asia Tenggara mampu meningkatkan daya saingnya di kancah global. Dengan terintegrasinya pasar modal, maka akan terintegrasilah ekonomi ASEAN secara umum. Sebagian besar pasar modal negara-negara di kawasan Asia Tenggara dibuka pada pertengahan tahun 1980'an sampai tahun 1990'an. Pada tabel 1.1 akan menunjukkan informasi dasar untuk masing-masing pasar modal ASEAN-5. Informasi dasar tersebut menjadi salah satu pertimbangan atas dipilihnya indeks harga saham gabungan ASEAN-5 dipilih menjadi objek penelitian.

Tabel 1.1 : Jumlah Perusahaan yang Terdaftar pada masing-masing Pasar Modal lima negara ASEAN.

Negara	Jumlah perusahaan yang terdaftar		
	2015	2016	2017
Indonesia	521	537	566
Malaysia	902	903	904
Filipina	265	265	267
Singapura	769	757	750
Thailand	639	656	688

Sumber: World Federation of Exchange, 2018

Perkembangan suatu bursa saham dapat dilihat dari jumlah perusahaan yang terdaftar pada bursa tersebut. Pada tabel 1.1 menunjukkan bahwa rata-rata perusahaan yang terdaftar di pasar modal lima negara utama ASEAN selalu bertambah setiap tahunnya. Jumlah perusahaan yang tidak sedikit juga menunjukkan bahwa perekonomian negara tersebut termasuk memiliki prospek yang baik di masa depan. Dari lima negara ASEAN tersebut, Malaysia menjadi negara yang paling banyak memiliki perusahaan yang aktif di bursa saham, selanjutnya diikuti oleh Singapura dan Indonesia. Melihat data-data tersebut

secara keseluruhan, masing-masing negara mengalami pertumbuhan pasar modal, meskipun pertumbuhan tersebut masih fluktuatif.

Jika dilihat dari sumber yang lebih ilmiah, telah terdapat beberapa penelitian yang mendukung terjadinya peningkatan integrasi di kawasan ASEAN terutama ASEAN-5 yang dapat dikatakan berhubungan dengan pemberlakuan MEA. Menurut Click dan Plummer (2005), dalam penelitiannya yang menguji negara ASEAN-5 pada periode 1 Juli 1998 hingga 31 Desember 2002 menggunakan data indeks harga harian dari masing-masing pasar modal menunjukkan bahwa pada periode tersebut meskipun terjadi krisis, pasar ASEAN-5 terintegrasi baik pengujian menggunakan data harian maupun mingguan.

Selanjutnya, ditemukan bukti penguat yang dilakukan oleh Widagdo (2013), penelitian tersebut dilakukan pada pasar modal negara ASEAN-5 dengan periode penelitian tahun 2001-2009. Penelitian tersebut bertujuan mengetahui efek pasca ratifikasi Protokol Kyoto. Peristiwa tersebut dapat dibandingkan dengan pemberlakuan MEA pada penelitian ini. Hasilnya ialah terjadi integrasi yang signifikan beserta peningkatannya pada periode setelah ratifikasi antar negara ASEAN-5.

Bersebrangan dengan itu, ada keraguan atas kemungkinan terjadinya peningkatan integrasi. Keraguan tersebut juga mengarahkan pada beberapa hasil penelitian yang dilakukan. Suryanta (2011), menemukan bahwa tidak terdapat pergerakan yang sama dikarenakan *return* pasar yang justru berkebalikan. Karena pada saat *return* STI, KLSE, PSE, dan SET terjadi *bearish* dan *vice versa*, pasar modal Indonesia justru mengalami *bullish*. Hal tersebut menandakan adanya inefisiensi dan terjadi *return* yang tidak dapat diprediksi. Selanjutnya, menurut hasil penelitian Arsyad (2015) menemukan bahwa tidak terdapat integrasi penuh pada penelitiannya yang menggunakan objek

ASEAN+3. Hal tersebut dibuktikan dengan hanya terdapat satu vektor kointegrasi dan menunjukkan bahwa reaksi Jepang, Hongkong, Indonesia, Singapura, Thailand dan Vietnam terhadap guncangan eksternal mungkin berbeda dengan reaksi Shanghai, Korea Selatan, Malaysia, dan Filipina. Namun jika dilihat dalam jangka panjang terdapat indikasi terjadinya integrasi.

Dari beberapa penelitian yang telah dilakukan mengenai integrasi pasar modal ASEAN-5 digambarkan dalam ringkasan *research gap* pada tabel 1.3.

Tabel 1.2: Ringkasan *research gap*

Variabel	Hubungan	Penelitian sebelumnya
Pasar saham Indonesia	Terintegrasi	- Click dan Plummer (2005) - Widagdo (2013)
	Tersegmentasi	- Suryanta (2011)
Pasar saham Malaysia	Terintegrasi	- Click dan Plummer (2005) - Widagdo (2013) - Sugiyono dan Sudarwan (2013)
	Tersegmentasi	- Suryanta (2011) - Arsyad (2015)
Pasar saham Philipina	Terintegrasi	- Click dan Plummer (2005) - Widagdo (2013) - Sugiyono dan Sudarwan (2013))
	Tersegmentasi	- Suryanta (2011) - Arsyad (2015)
Pasar saham Singapura	Terintegrasi	- Click dan Plummer (2005) - Widagdo (2013) - Sugiyono dan Sudarwan (2013)
	Tersegmentasi	- Suryanta (2011) - Arsyad (2015)
Pasar saham Thailand	Terintegrasi	- Click dan Plummer (2005) - Widagdo (2013)
	Tersegmentasi	- Suryanta (2011) - Arsyad (2015)

Sumber: Penulis, 2018

Berdasarkan penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Click dan Plummer (2005), Widagdo (2013) serta Sugiyo dan Sudarwan (2013) yang menunjukkan bahwa pasar modal negara ASEAN-5 terintegrasi, Suryanta (2011) dan Arsyad (2015) menunjukkan hasil lain yaitu pasar modal negara ASEAN-5 berada dalam

kondisi tersegmentasi namun masih berpotensi terintegrasi dalam jangka panjang. Dalam penelitian ini, pasar modal negara ASEAN-5 diasumsikan telah terintegrasi. Adanya sejarah yang lebih panjang antara anggota ASEAN-5 dibandingkan negara ASEAN lainnya membentuk suatu dinamika yang dapat dijadikan tolak ukur dalam mengkaji pola hubungan antara negara-negara tersebut (Saini dkk, 2002), dan dominasi perkembangan negara ASEAN-5 juga terbukti telah terintegrasi lebih erat dibandingkan lima negara anggota ASEAN lainnya (Palac-McMiken, 1997 dalam Karim dan Karim, 2012). Sehingga, berdasarkan pada asumsi tersebut maka penelitian ini diarahkan pada fokus untuk menilai tingkat integrasi pasar modal ASEAN-5 dan untuk mengetahui ada tidaknya peningkatan pergerakan integrasi dengan diberlakukannya MEA. Berdasarkan latar belakang tersebut, penelitian ini dilakukan dengan mengambil judul “ANALISIS INTEGRASI PASAR MODAL ASEAN-5: KOMPARASI SEBELUM DAN SETELAH DIBERLAKUKANNYA MASYARAKAT EKONOMI ASEAN (MEA)”.

1.2. Rumusan Masalah

Setelah mengetahui bagaimana kondisi pasar modal dan hasil penelitian sebelumnya yang belum menunjukkan hasil yang searah, maka peneliti memiliki rumusan masalah sebagai berikut:

1. Apakah terdapat peningkatan kecepatan konvergensi (konvergensi beta) dan peningkatan tingkat integrasi (konvergensi sigma) pasar modal negara ASEAN-5 pada saat sebelum dan setelah diberlakukannya MEA?
2. Apakah terdapat hubungan jangka panjang antar pasar modal negara ASEAN-5 pada saat sebelum dan setelah diberlakukannya MEA?

1.3. Tujuan Penelitian

Berdasarkan rumusan masalah yang telah disusun, maka penelitian ini diarahkan pada tujuan penelitian sebagai berikut:

1. Untuk mengetahui peningkatan kecepatan konvergensi melalui pengujian konvergensi beta dan peningkatan tingkat integrasi melalui pengujian konvergensi sigma pada pasar modal negara ASEAN-5 sebelum dan setelah diberlakukannya MEA.
2. Untuk mengetahui hubungan jangka panjang antar pasar modal negara ASEAN-5 pada saat sebelum dan setelah diberlakukannya MEA.

1.4. Manfaat Penelitian

Penelitian ini diharapkan dapat memberikan manfaat bagi pihak-pihak terkait terhadap isu yang dibahas dalam penelitian ini:

1. Secara teoritis hasil penelitian ini diharapkan dapat memberikan sumbangan pemikiran dalam ilmu ekonomi khususnya mengenai integrasi pasar modal dan perkembangannya.
2. Secara praktis, hasil penelitian ini diharapkan dapat menjadi rekomendasi bagi pihak-pihak terkait yang berkompetingan mengenai indikator yang mempengaruhi integrasi pasar modal dan perkembangannya.

BAB II

KAJIAN PUSTAKA

2.1. Kajian Teori

2.1.1. Konsep dan Tahapan Integrasi Keuangan

Integrasi ekonomi merupakan suatu kebijakan perdagangan yang secara diskriminatif mengurangi atau menghapuskan hambatan-hambatan (*barriers*) perdagangan hanya diantara pihak-pihak tertentu saja, yakni di antara negara-negara yang memutuskan untuk bersatu membentuk integrasi ekonomi tersebut (Krugman, 1999). Integrasi ekonomi juga dapat dideskripsikan sebagai sebuah bentuk proses kerjasama antarnegara untuk mencapai tingkat kemakmuran dan stabilitas yang tinggi di antara masing-masing negara anggota. Proses integrasi yang terjadi di kawasan Eropa serta di belahan bumi lainnya menunjukkan bahwa perekonomian antar negara maupun antar kawasan yang saling terbuka. Terdapat peningkatan kerjasama dan ketergantungan ekonomi suatu negara dengan negara lainnya membuat konsep dasar integrasi ekonomi di dunia menjadi satu konsep yang menawarkan manfaat lebih dari suatu kerjasama ekonomi maupun politik.

Tingkatan integrasi ekonomi memiliki beberapa macam mulai dari pengaturan perdagangan preferensial, yang selanjutnya dapat dikembangkan menjadi pembentukan kawasan atau area perdagangan bebas, lalu berubah menjadi persekutuan pabean, pasaran bersama dan pada akhirnya akan menjurus pada penyatuan (uni) ekonomi secara menyeluruh. Beberapa ekonom menjelaskan tahap-tahap terwujudnya integrasi ekonomi diantaranya El-Agraa. Menurut El-Agraa (1997) dalam Suryanta (2011), pada setiap level tahapan

integrasi ekonomi memiliki karakteristik tersendiri dalam setiap bentuk integrasi akan tetapi inti dari integrasi sendiri adalah penghapusan diskriminasi hambatan perdagangan antara, paling tidak dua negara yang berpartisipasi dalam suatu bentuk kerja sama dan koordinasi. Tabel 2.1 menjelaskan karakteristik tahapan-tahapan integrasi oleh El-Agraa.

Tabel 2.1. **Karakteristik Tahapan Integrasi Ekonomi Internasional**

Tahapan Kebijakan	Free Trade Area (FTA)	Customs Union	Common Market	Economic Union	Monetary Union
Penghapusan Tarif dan Kuota	√	√	√	√	√
Pemberlakuan tarif bersama untuk non-anggota		√	√	√	√
Mobilitas Faktor Produksi			√	√	√
Harmonisasi Kebijakan Ekonomi				√	√
Penyatuan dalam Kebijakan Ekonomi					√

Sumber : El-Agraa, 1997 dalam Suryanta, 2012

Menurut ekonom lain yaitu Mongelli (2002) tahapan integrasi ekonomi terdiri dari 5 (lima) tahapan yaitu: *Preferential Trading Area*, *Free Trade Area*, *Customs Union*, *Common Market*, *Economic Union* dan *Monetary Union*. Negara anggota perdagangan bebas menghapus semua hambatan perdagangan satu sama lain, akan tetapi setiap negara memiliki hak untuk menentukan jenis kebijakan yang akan diterapkan untuk negara yang tidak berpartisipasi dalam perdagangan bebas. Perjanjian tersebut termasuk penghapusan hambatan tarif dan non-tarif perdagangan seperti Kuota dan Subsidi. Inti dari komitmen dari perdagangan bebas adalah hanya komoditas tertentu saja dari negara anggota yang tarifnya dihapus. Seperti halnya perdagangan bebas, Custom Union juga menghapus seluruh hambatan perdagangan antar negara yang berpartisipasi. Namun yang membedakan adalah negara-negara anggota menyelaraskan kebijakan perdagangan mereka dan memiliki tarif tunggal impor untuk negara-negara yang

tidak berpartisipasi. Isi dari penyatuan pasar adalah bebasnya mobilitas faktor produksi seperti tenaga kerja, modal, perusahaan, dan teknologi antar negara yang berpartisipasi. Sedangkan Penyatuan Ekonomi merupakan penyatuan pasar yang melibatkan terintegrasinya kebijakan moneter dan fiskalnya antar anggota dimana Kebijakan moneter diatur oleh suatu otoritas sentral. Sehingga tahapan selanjutnya adalah penyatuan ekonomi yang diperkuat dengan komitmen politik dengan menghadirkan Dewan Parlemen Bersama. Sebagai tambahan, Balassa (1961) mengajukan tahapan penting untuk mewujudkan integrasi ekonomi. Secara lebih ringkas tahapan integrasi ekonomi menurut Bela Balassa dapat dilihat pada tabel 2.2.

Tabel 2.2. : Tahapan Integrasi Ekonomi Bela Balassa

Tahapan	Keterangan
Free Trade Area (FTA)	Penghapusan hambatan perdagangan tarif maupun non-tarif diantara negara-negara anggota telah diberlakukan secara keseluruhan, namun masing-masing negara anggota tersebut masih berhak menerapkan kebijakan tarif mereka masing-masing terhadap negara bukan anggota.
Customs Union	Tahapan ketika semua negara anggota memutuskan untuk mempertahankan atau menghilangkan semua hambatan pergerakan komoditi antar negara, dan juga menyeragamkan kebijakan perdagangan negara terhadap negara-negara luar yang bukan anggota.
Common Market	Bentuk kerja sama bukan hanya perdagangan barang saja yang dibebaskan, namun juga arus-arus faktor produksi seperti tenaga kerja dan aliran modal. Kesamaan harga dari faktor-faktor produksi diharapkan dapat menghasilkan alokasi sumber daya yang efisien.
Economic Union	Tahapan kerja sama ekonomi regional yang telah memiliki kesatuan peraturan dalam bidang perpajakan, tenaga kerja, jaminan sosial, dan lain-lain.
Monetary Union	Bentuk kerja sama ekonomi regional yang memiliki kesatuan mata uang (penyatuan moneter, fiskal, dan kebijakan sosial).

Sumber: Suryanta, 2012

2.1.2. Integrasi Pasar Modal

Integrasi pasar modal sudah diteliti sejak dulu, dan menghasilkan beberapa definisi mengenai integrasi pasar modal seperti menurut Emiris (2002), integrasi pasar modal adalah kondisi ketika aset yang memiliki karakteristik risiko yang

sama memiliki harga yang sama walaupun diperdagangkan di pasar yang berbeda. Pendapat tersebut juga didukung oleh Mailangkay (2013) yang menyatakan bahwa integrasi pasar modal merupakan keadaan dimana harga-harga diberbagai pasar modal dunia mempunyai hubungan yang sangat dekat antar pasar modal, sehingga membuat saham-saham di pasar modal dunia akan mencapai suatu harga internasional.

Peristiwa di suatu negara dengan adanya hubungan kausaliats antara nilai tukar dan harga saham secara langsung maupun tidak akan saling berpengaruh dinegara yang lainnya, khususnya negara yang berada dalam satu kawasan (Belinda, 2016). Pasar saham yang merupakan salah satu jalur informasi yang penting dalam menjelaskan mekanisme moneter pada suatu negara, dimana keseimbangan (*equilibrium*) di pasar saham akan mempengaruhi keseimbangan nilai tukar dipasar uang. Sehingga mengontrol variabel saham di pasar saham sebagai antisipasi dalam menjagaa stabilitas sistem keuangan domestik dari pengaruh yang luas atas terjadinya krisis antar pasar keuangan (Satria dan Maski, 2004). Ekonomi negara yang kuat akan cenderung memiliki dominasi mempengaruhi perekonomian negara yang lainnya atau negara yang lebih lemah dan negara yang miliki modal yang kuat dapat dipastikan unggul dalam setiap transaksi perekonomian.

Dari peristiwa yang terjadi disuatu negara, integrasi pasar modal dapat dinilai apakah pasar tersebut merupakan pasar yang terintegrasi atau tersegmentasi. Menurut Click dan Plummer (2005), pasar modal yang terintegrasi apabila kedua atau lebih pasar memiliki pergerakan yang sama dan memiliki korelasi diantara pergerakan indeksnya. Apabila pasar modal tersebut memiliki hubungan yang rendah dengan pasar modal yang lainnya maka pasar tersebut termasuk pasar yang tersegmentasi. Berdasarkan penjelasan dari beberapa penelitian terdahulu

mengenai integrasi pasar modal, maka dapat disimpulkan bahwa integrasi pasar modal merupakan sebuah kondisi dimana: 1) pergerakan sebuah pasar modal akan dipengaruhi oleh guncangan (*shock*) yang terjadi pada pasar modal lainnya terutama pada pasar modal di kawasan yang sama, 2) terdapat sebuah respon yang cepat terhadap pergerakan harga saham dari pasar modal yang lain, dan 3) terdapat hubungan dua arah (*kausalitas*) antara sebuah pasar modal dengan pasar modal lainnya.

2.1.2.1. Manfaat Potensial dari Integrasi Pasar Modal

Terdapat banyak negara yang berusaha untuk mengintegrasikan pasar modal negaranya, hal itu dilakukan karena integrasi keuangan diprediksi akan memberikan manfaat yang signifikan terhadap suatu kawasan. Terdapat beberapa perspektif mengenai manfaat dan biaya yang muncul dari integrasi. Menurut Agenor (2003), manfaat integrasi dapat dianalisis sebagai berikut:

1. Berbagi Risiko Internasional

Risiko yang merupakan imbas dari suatu *shock* ekonomi dapat dibagi diantara negara-negara yang saling bebas melakukan akses pasar modal. Dengan dapat saling meminjam dana modal selama masa-masa resesi ekonomi ataupun ketika dibutuhkan pinjaman modal untuk meningkatkan ekonomi negara berkembang.

2. Investasi dan Pertumbuhan Domestik

Secara umum, apabila ketersediaan modal suatu negara terkendala oleh tabungan domestiknya, sehingga ketika suatu negara memiliki akses modal yang lebih besar dari negara lain melalui integrasi maka negara tersebut akan dapat lebih meningkatkan investasi dan pertumbuhan domestik. Potensi manfaat ini akan lebih besar dari beberapa jenis aliran modal seperti Foreign Direct Investment (FDI), diperkirakan FDI akan memberikan efek jangka

panjang yang tidak langsung karena lebih mengarah kepada investasi berbentuk pengetahuan manajerial dan teknologi yang akan meningkatkan produktivitas tenaga kerja. Selain itu, integrasi keuangan dapat meningkatkan pertumbuhan melalui peningkatan produktivitas faktor liberalisasi arus modal yang cenderung mempercepat pengembangan pasar modal domestik.

3. Peningkatan Aturan Makroekonomi

Aliran bebas modal lintas negara dapat mendisiplinkan pembuatan kebijakan dan mengurangi kesalahan kebijakan. Ketika modal dapat bergerak bebas, secara tidak langsung akan memberikan imbalan kebijakan yang baik dan menghapus kebijakan yang kurang tepat. Ketika negara-negara berintegrasi secara finansial, modal cenderung mengalir dari negara dengan kebijakan dan lembaga ekonomi makro yang lebih baik ke negara-negara yang memiliki kebijakan dan institusi yang lemah. Oleh karena itu secara tidak langsung akan menempatkan negara-negara yang terintegrasi untuk mencapai kebijakan makroekonomi yang lebih baik.

4. Meningkatkan Efisiensi Sistem Perbankan dan Stabilitas Keuangan

Keterbukaan keuangan dapat meningkatkan efisiensi dalam proses intermediasi keuangan, sehingga dapat menurunkan biaya investasi dan mengarah ke pertumbuhan yang lebih tinggi. Ketika bank asing melakukan penetrasi ke pasar domestik, kualitas dan ketersediaan layanan keuangan akan meningkat, akses negara terhadap modal akan meningkat, pengawasan domestik akan berkembang sehingga meningkatkan stabilitas keuangan domestik. Melalui masuknya bank asing, persaingan dalam industri perbankan tumbuh, mendorong bank untuk mengupayakan inovasi dan teknologi sehingga mengurangi biaya layanan. Bank asing juga akan memperkenalkan teknik dan teknologi perbankan baru untuk membantu

meningkatkan efisiensi sektor, sehingga meningkatkan kualitas layanan keuangan yang tersedia.

Selain itu, integrasi akan mengurangi ketidakstabilan sistem keuangan domestik dan volatilitas aliran modal. Misalnya, selama ketidakstabilan keuangan, individu dan bisnis akan mengalihkan aset mereka ke lembaga asing yang diyakini lebih stabil daripada bank-bank yang dimiliki dalam negeri daripada mentransfernya melalui pelarian modal. Selain itu, perusahaan perantara dalam industri jasa keuangan akan mampu mencapai skala ekonomi yang luas, sehingga memungkinkan dalam pengembangan layanan inovatif dengan harga lebih rendah dan memperluas basis pelanggan mereka menjadi seluruh kawasan terpadu.

5. Meningkatkan Peluang Pasar Modal pada Negara Berkembang

Negara-negara yang kurang berkembang dalam struktur pasar modal sering diabaikan karena biasanya hanya menawarkan produk dan layanan yang tidak likuid. Dengan adanya integrasi pasar modal, negara yang kurang berkembang harus mengikuti kerangka peraturan baru dan seiring pasar berkembang sebagai suatu wilayah, pasar yang lebih maju akan membantu meningkatkan pasar yang kurang berkembang dengan lebih cepat kecepatan. Sehingga negara yang kurang berkembang akan mengadopsi standar lebih cepat, dan mampu memperluas keterbatasan mereka.

2.1.2.2. Biaya dari Integrasi Pasar Modal

Meskipun banyak manfaat yang timbul dari integrasi pasar modal, juga terdapat potensi biaya dan kelemahan untuk harus dipertimbangkan dari integrasi. Menurut Agenor (2003) secara berikut adalah biaya dan kelemahan dari integrasi:

1. Kurangnya Akses pada Arus Modal yang Terkonsentrasi

Dari sisi positif akan menunjukkan bahwa integrasi keuangan kawasan dapat membawa lebih banyak arus masuk ke pasar modal yang kurang berkembang yang biasanya akan diabaikan. Namun, biaya potensial dapat terjadi ketika pasar berintegrasi adalah ketika modal cenderung mengalir ke beberapa negara yang relatif lebih berkembang. Jadi meskipun pasar terintegrasi, ekonomi kecil masih belum memiliki akses ke dana

2. Potensi Penyalahgunaan Arus Modal

Modal dapat disalahgunakan karena *distorsi* sistem keuangan domestik yang sudah ada sebelumnya terutama di negara-negara dengan bank yang lemah dan pengawasan yang buruk. Ketika bank-bank bertindak sebagai perantara dalam perjanjian pinjaman, masalah *moral hazard* yang berkaitan dengan asuransi simpanan mungkin terjadi, pemberi pinjaman dapat terlibat dalam transaksi pinjaman berisiko tinggi dan lebih terkonsentrasi. Contohnya pada *Foreign Direct Investment* (FDI) dengan informasi asimetris yang menghasilkan misalokasi modal dalam negeri. Investor asing dengan dana dalam jumlah besar mungkin mendapatkan informasi dalam dan memilih untuk berinvestasi di perusahaan atau industri tertentu yang relatif lebih produktif dan menjual mereka dengan produktivitas rendah untuk investor domestik, dan itu bisa mengarah pada investasi berlebihan dari investor asing. di sektor tertentu.

3. Perubahan Stabilitas Makroekonomi

Aliran modal besar yang masuk pada suatu negara melalui keterbukaan keuangan dapat menghasilkan efek yang tidak diinginkan pada aspek ekonomi makro seperti ekspansi moneter yang cepat, tekanan inflasi, apresiasi nilai tukar riil dan defisit transaksi berjalan. Negara-negara dengan rezim nilai tukar yang berbeda akan menghadapi dampak yang berbeda;

rezim nilai tukar fleksibel pada akhirnya akan mengoreksi diri, tetapi dampak yang lebih parah akan menghasilkan rezim nilai tukar tetap.

4. Dampak *Herding*, *Contagion* dan *Volatility* pada Aliran Modal

Keterbukaan keuangan akan terkait dengan tingkat volatilitas pergerakan modal. Aliran modal yang masuk dan keluar akan meningkatkan sentimen investor yang dapat terus berubah akibat adanya informasi baru, sehingga pasar memiliki potensi untuk berfluktuasi secara berlebihan pada skala yang dapat menimbulkan krisis keuangan. Volatilitas akan meningkat dari adanya *herding* dan *spillover* yang menghasilkan pergerakan besar arus modal masuk atau keluar dari aset tertentu dan memperburuk fluktuasi harga aset.

5. Resiko Masuknya Bank Asing

Meskipun penetrasi bank asing bisa mendatangkan banyak manfaat, itu juga dapat menghasilkan beberapa kelemahan. Pertama, ada kemungkinan bahwa bank-bank asing akan lebih bersedia memberi pinjaman kepada peminjam yang lebih layak kredit yang biasanya mencakup perusahaan-perusahaan besar, dan jika ini menjadi tren bagi bank-bank asing, kecil kemungkinannya bahwa masuknya mereka akan meningkatkan efisiensi alokasi modal. Kedua, dengan tekanan yang lebih tinggi dari persaingan, bank asing mungkin mengakuisisi bank lokal atau bank lokal mungkin bergabung, dan menciptakan konsentrasi bank. Konsentrasi ini mungkin memprovokasi kekuatan monopoli dan berpotensi mengurangi jumlah pinjaman dan meningkatkan suku bunga yang mengakibatkan tingkat inefisiensi yang lebih tinggi, dan risiko kegagalan beberapa bank juga meningkat sehingga meningkatkan risiko gangguan keuangan yang mungkin terjadi.

2.1.2.3. Hubungan Antar Pasar Modal dalam Jangka Panjang

Dasar teori terjadinya integrasi pasar saham adalah teori portofolio yang memungkinkan investor mendiversifikasi aset investasinya pada berbagai pasar saham di negara yang berbeda dengan tujuan mengurangi risiko investasi. Diversifikasi internasional lebih baik dilakukan dari pada diversifikasi domestik dikarenakan terdapat kecenderungan pergerakan saham individu yang tidak bergerak secara bersama dalam pasar modal dalam negeri. Dalam konteks diversifikasi internasional, harapan investor yakni memperoleh keuntungan yang lebih tinggi dan manfaat pengurangan resiko yang lebih besar daripada hanya berinvestasi di dalam negeri saja. Menurut Tandelilin (2001:62), agar dapat memastikan tercapainya risiko yang lebih kecil dapat diketahui melalui eksistensi korelasi yang rendah antar pasar saham negara yang berbeda.

Teori diversifikasi yang dikenalkan oleh Markowitz dalam konteks integrasi pasar saham yakni pasar saham di negara yang berbeda memiliki pergerakan yang sama. Jika derajat pergerakan *comovement* antar pasar tinggi maka manfaat yang diperoleh dari diversifikasi yang dilakukan akan kecil, namun apabila derajat *comovement* lebih rendah maka akan memberikan manfaat yang lebih tinggi atas diversifikasi yang dilakukan. Dengan demikian, investor harus memperhatikan rendahnya derajat pergerakan pasar saham dalam diversifikasi portofolio internasional (Endri, 2010). Terkointegrasinya pasar modal ditunjukkan dengan perilaku yang stabil dalam jangka panjang serta apabila terjadi pengaruh *shock* terhadap harga saham maka gangguan akan terjadi sementara. Dalam jangka pendek, pergerakan indeks harga saham antar negara menunjukkan pergerakan yang berbeda, namun kekuatan pasar, selera investor dan regulasi pemerintah dapat menyebabkan harga saham mengalami keseimbangan dalam jangka panjang (Suparmun, 2012). Konsep ini

memungkinkan investor internasional memperoleh keuntungan dari investasi yang dilakukan dalam jangka pendek, karena adanya keterkaitan dalam jangka panjang antar pasar modal sangat erat.

Adanya hubungan Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Singapura dalam hal perdagangan dan diplomatik yang terbentuk dalam suatu asosiasi berupa ASEAN (*Assosiation of South East Asia Nations*) memperlebar hubungan diantara kelima negara tersebut, terlebih lagi dalam bidang perdagangan telah disepakati Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Dari hubungan tersebut, kelima negara saling terintegrasi dan terbentuklah independensi ekonomi yang dapat diamati melalui kinerja pasar saham yang tercermin dari indeks harga saham. Dari gambar 1.1 diketahui bahwa pergerakan kelima indeks saham menunjukkan pergerakan yang relatif sama. Hal ini menunjukkan adanya hubungan kointegrasi dalam kawasan Asia Tenggara. Variabel penelitian dikatakan terkointegrasi apabila variabel tersebut memiliki kombinasi linier yang tidak stasioner di *order* yang sama (Chandra, 2015).

2.1.3. Efisiensi Pasar Modal

Pasar yang efisien adalah pasar dimana harga semua sekuritas yang diperdagangkan telah mencerminkan semua informasi yang tersedia (Tandelilin, 2001:114). Menurut Husnan (2001:256), pasar modal yang efisien merupakan pasar yang harga-harga sekuritas-sekuritasnya telah mencerminkan semua informasi yang relevan. Semakin cepat informasi baru tercermin pada harga sekuritas, maka semakin efisien pasar tersebut. Dengan demikian akan sangat sulit bagi para pemodal untuk mendapatkan tingkat keuntungan di atas normal secara konsisten dengan melakukan transaksi perdagangan di Bursa Efek. Beberapa kondisi yang harus terpenuhi untuk tercapainya pasar yang efisien yaitu:

1. Ada banyak investor yang rasional dan berusaha untuk memaksimalkan keuntungan,
2. Semua pelaku pasar dapat memperoleh informasi pada saat yang sama dengan cara yang mudah dan murah,
3. Informasi yang terjadi bersifat acak,
4. Investor bereaksi secara cepat terhadap informasi baru, sehingga harga sekuritas berubah sesuai dengan perubahan nilai sebenarnya akibat informasi tersebut.

Dengan adanya integrasi, pergerakan indeks pasar modal yang sama akan membuat resiko yang mungkin timbul hanya karena risiko sistematis dan kondisi yang sistematis tersebut akan membuat pasar menjadi efisien. Menurut Click dan Plummer (2005), pasar yang terintegrasi akan lebih efisien dibandingkan dengan pasar yang tersegmentasi, sehingga kemungkinan adanya penyimpangan harga baik itu *overpriced* maupun *underpriced* akan terhindar. Sehingga investor akan lebih mudah dalam mengamati dan meramalkan tren yang terjadi di pasar modal. Fama (1970) dalam Gumanti dan Utami (2002) mengklasifikasikan bentuk pasar yang efisien ke dalam tiga *efficient market hypothesis* (EMH), yaitu:

1. Efisiensi Pasar Bentuk Lemah (*weak form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk lemah jika harga surat berharga saat ini betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang terkandung dalam harga-harga surat berharga di masa-masa lalu. Informasi masa lalu merupakan informasi yang sudah terjadi. Jika pasar efisien dalam bentuk lemah, maka nilai-nilai masa lalu tidak dapat dipergunakan untuk memprediksi harga sekarang. Ini berarti bahwa untuk pasar yang efisien dalam bentuk lemah investor tidak dapat menggunakan informasi masa lalu untuk mendapatkan *abnormal return*..

2. Efisiensi Pasar Bentuk Setengah Kuat (*semi strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk setengah kuat jika harga-harga surat berharga betul-betul menggambarkan seluruh informasi yang dipublikasikan. Jadi tak seorang pun investor yang mampu memperoleh tingkat pengembalian yang berlebihan dengan hanya menggunakan sumber-sumber informasi yang dipublikasikan. Termasuk jenis informasi ini adalah laporan tahunan perusahaan atau informasi yang disajikan dalam prospektus, informasi mengenai posisi perusahaan pesaing, maupun harga saham historis.

3. Efisiensi Pasar Bentuk Kuat (*strong form*)

Pasar dikatakan efisien dalam bentuk kuat jika harga-harga sekuritas secara penuh mencerminkan semua informasi yang tersedia, termasuk informasi yang privat. Jika pasar modal efisien dalam bentuk ini maka tidak ada individual atau group dari investor yang dapat memperoleh *abnormal return*.

2.1.4. Teori *Contagion Effect*

Contagion merupakan fenomena saling mempengaruhi yang terjadi dan dapat mempengaruhi suatu pasar keuangan, ketika terjadi krisis di sebuah negara akan menular (*spill over*) ke negara lain sehingga negara tersebut akan mengalami ketidakstabilan keuangan serta gangguan terhadap sistem perbankannya dan akan dapat mempengaruhi kondisi makroekonomi secara keseluruhan (Cappiello dkk, 2005). Menurut Schmukler (2004), tiga transmisi utama *contagion* yaitu, *Real link* yang sering dikaitkan dengan aktivitas perdagangan. Kedua, *Financial link* yaitu situasi di mana dua ekonomi terhubung melalui sistem keuangan internasional. Ketiga, karena perilaku *herding* atau panik yang dihasilkan dari informasi asimetris, pasar keuangan mungkin mengirimkan guncangan di pasar.

Menurut Dornbusch, dkk (2000), terdapat 2 penyebab utama terjadinya contagion, yaitu *fundamental causes* dan *investor behavior*.

1. *Fundamental Causes*

Contagion yang bersumber dari fundamental dapat terjadi karena 3 hal, yaitu karena *common shocks*, *trade links* dan *competitive devaluations*, serta *financial links*.

a. *Common Shocks*

Penyebab global seperti pergeseran di dalam faktor ekonomi pada negara industri serta perubahan pada harga-harga komoditi dunia dapat memicu krisis atau *flow capital* yang besar antar negara. Secara umum, *common shocks* dapat menggiring kepada comovement dalam harga asset atau aliran dana antar negara.

b. *Trade Links dan Competitive Devaluations*

Syok yang terjadi pada tingkat lokal, dapat mempengaruhi fundamental dari ekonomi negara lain. Terdapat dua cara syok yang dapat terjadi yaitu melalui *trade links* dan *competitive devaluations*. *Trade links*, terjadi dimana negara yang bekerjasama dalam perdagangan dengan skala besar apabila mengalami depresiasi terhadap mata uangnya dapat mengalami penurunan harga aset, sehingga aliran modal keluar yang besar akan menjadi target spekulasi karena investor meramalkan akan ada penurunan ekspor kepada negara yang mengalami krisis. *Competitive Devaluation*, devaluasi dari mata uang sebuah negara maju yang dikarenakan karena krisis dapat menurunkan ekspor negara ketiga..

c. *Financial Links*

Proses pada *financial links* menyerupai *trade links*. Ketika proses terintegrasinya perekonomian dari sebuah negara kepada pasar dunia biasanya melibatkan *trade links* dan *financial links*. Krisis finansial di

sebuah negara dapat menggiring krisis di negara lain, termasuk di dalamnya penurunan kredit perdagangan, turunnya *foreign direct investment*, dan aliran dana ke negara lain.

2. *Investor Behavior*

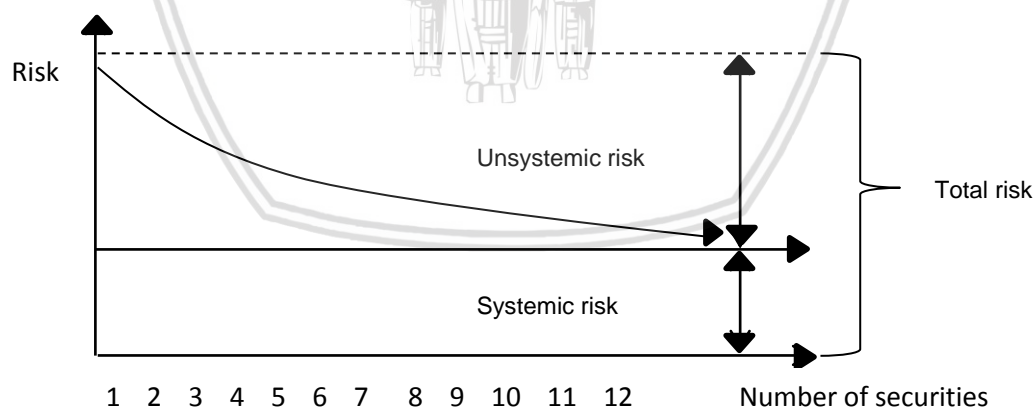
Contagion dapat didasari oleh perilaku dari para investor. Pasar finansial hanyalah sebuah saluran terjadinya *contagion*, tetapi sebenarnya yang menyebabkan itu adalah perilaku para pemain di dalamnya seperti investor serta para pembuat kebijakan. Semakin erat tingkat integrasi antar perekonomian negara maka akan semakin ekstensif efek dari *contagion* suatu negara terhadap negara lain. Sedangkan negara yang tidak tergabung di dalamnya, akan kebal apabila terjadi *contagion* diantara negara-negara yang terintegrasi tersebut.

2.1.5. Teori Diversifikasi Portofolio

Theoretical basis yang melatarbelakangi penelitian mengenai integrasi pasar saham internasional adalah teori portofolio modern yang menjelaskan bahwa investor melakukan diversifikasi terhadap aset pada berbagai pasar saham dunia. Teori portofolio modern dengan konsep risiko portofolio pertama kali diperkenalkan oleh Markowitz (1952). Untuk menurunkan risiko portofolio, maka investor dapat melakukan diversifikasi. Diversifikasi secara mudah dapat dijelaskan sebagai investasi pada berbagai jenis aset yang berbeda dengan tujuan untuk mengurangi risiko portofolio tanpa mempengaruhi *return* dari portofolio. Konsep utama untuk mengurangi risiko pada portofolio adalah dengan memilih aset yang memiliki *return* yang tidak berkorelasi secara positif dan sempurna (*less than perfectly positively correlated*). Gambaran mengenai penurunan risiko portofolio melalui diversifikasi dapat dilihat pada gambar 2.1.

Dalam konteks investasi internasional, investor dapat melakukan diversifikasi pada berbagai jenis aset atau sekuritas di berbagai pasar modal dunia. Dengan melakukan diversifikasi internasional, diharapkan investor akan memperoleh tingkat *return* yang lebih tinggi dan manfaat pengurangan risiko yang lebih besar dibandingkan berinvestasi hanya pada pasar dalam negeri saja. Untuk melakukan diversifikasi portofolio saham internasional dalam konteks integrasi pasar saham internasional harus memperhatikan derajat pergerakan bersama (*comovement*). Apabila derajat *comovement* diantara pasar saham nasional tinggi maka manfaat diversifikasi portofolio internasional akan semakin menurun. Sebaliknya, dengan derajat integrasi yang rendah akan memberikan peluang manfaat diversifikasi portofolio internasional yang potensial. Oleh karena itu, teori portofolio modern menganjurkan investor mendiversifikasikan portofolio internasional apabila derajat integrasi pasar saham internasional rendah. (Markowitz, 1952).

Gambar 2.1: Penurunan Risiko Portofolio Melalui Diversifikasi



Sumber: Auruma dan Sudana, 2013

Menurut Grubel (1968) dan Levy dan Sarnat (1970) diversifikasi internasional lebih baik dilakukan dari diversifikasi domestik adalah adanya kecenderungan return sekuritas individu dalam suatu perekonomian tidak bergerak secara bersama. Korelasi yang rendah antara saham luar negeri dengan saham

domestik, contohnya pada hasil penelitian Grubel (1968) yang menyatakan investor AS yang dapat memperluas portofolionya dengan memasukkan saham luar negeri dan investor dapat mencapai tingkat pengembalian yang tinggi. Manfaat potensial dari diverdifikasi investasi internasional selanjutnya dijelaskan oleh Solnik (1974) yang menyatakan bahwa risiko portofolio yang didiversifikasi secara internasional dapat dikurangi lebih dari setengahnya daripada diversifikasi secara domestik, dalam penelitiannya portofolio yang didiversifikasi secara domestik yang awalnya memiliki resiko sebesar 27% turun menjadi 12% ketika dilakukan diversifikasi secara internasional. Oleh karena itu, diversifikasi internasional akan memberikan manfaat yang potensial bagi investor.

2.1.6. Teori Investasi dan Pertumbuhan Ekonomi

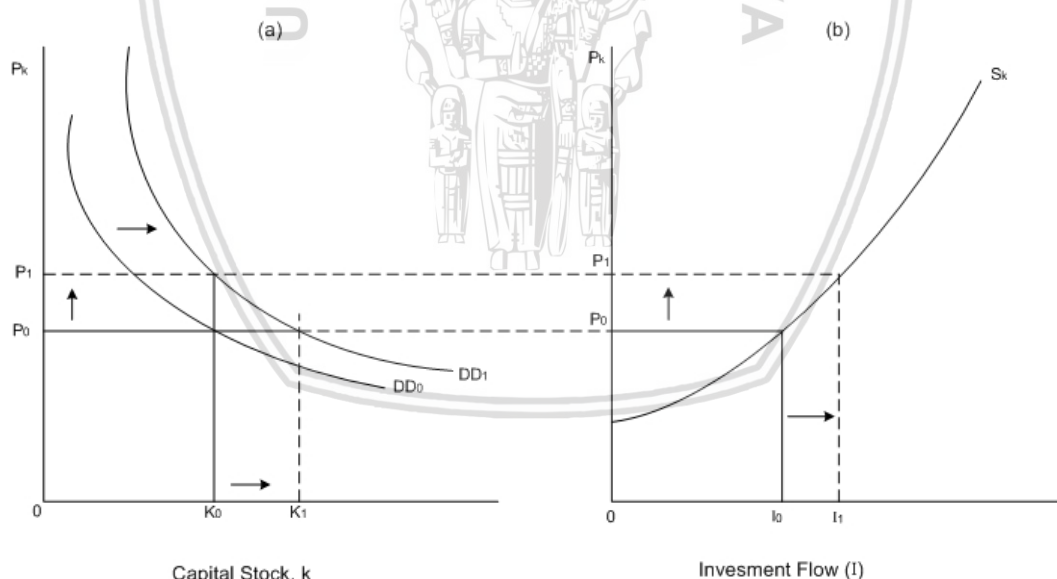
Investasi yang dilakukan pada suatu waktu akan membentuk sumber modal dan menghasilkan barang dan jasa yang memiliki potensi produktif dalam jangka panjang sehingga investasi juga memiliki pengaruh besar terhadap dunia usaha yang secara keseluruhan mempengaruhi perekonomian makro. Menurut Mankiw (2000), karena investasi merupakan salah satu unsur dalam tingkat pertumbuhan yang paling sering berubah, maka pada pertumbuhan jangka panjang siklus bisnis suatu negara sangat dipengaruhi oleh tingkat investasi dan salah satu instrumen investasi yang bersifat jangka panjang dan dapat diperjual belikan baik dalam bentuk hutang atau modal sendiri adalah pasar modal

Menurut penelitian King dan Levine (1993), pertumbuhan pasar modal dapat mendorong sektor riil melalui *technical progress* yaitu peningkatan kemampuan mengelola sumberdaya modal dan kewirausahaan. Sedangkan menurut Bencivenga, dkk (1996) perkembangan pasar modal akan mempengaruhi perekonomian riil melalui peningkatan likuiditas. Semakin *liquid* pasar modal disuatu negara, maka potensi untuk investasi akan semakin besar, kemudian

akan memungkinkan terjadinya pertumbuhan ekonomi. Salah satu teori yang menjelaskan bahwa investasi ekuitas mampu mempengaruhi perekonomian riil adalah teori dari James Tobin yang dijelaskan melalui teori Q Tobin.

Teori Q Tobin menjelaskan bahwa perusahaan akan lebih memilih menjual saham mereka lebih banyak ketika nilai saham sedang tinggi. Teori James Tobin ini didasarkan oleh nilai "Q" dimana Q adalah nilai saham perusahaan di pasar (*market value of the firm*) dibagi dengan total biaya memproduksi modal tersebut (*replacement cost of capital*). Hal ini dapat dijelaskan melalui Gambar 2.2 tentang hubungan Investasi dengan nilai Q. Gambar 2.2 (a) menunjukkan pergerakan jumlah modal saham yang diminta oleh masyarakat, dan Gambar 2.1(b) menunjukkan tingkat investasi di negara tersebut.

Gambar 2.2: Hubungan antara Investasi dan *Capital stock*



Sumber : Mankiw, 2000

Banyaknya modal saham yang diminta (K) awalnya berada pada K_0 dengan harga saham (P) awal pada P_0 dan nilai investasi (I) awal adalah I_0 . James Tobin memiliki asumsi bahwa nilai permintaan modal saham bertambah dari K_0 menjadi K_1 . Penambahan permintaan ini ditunjukkan dengan bergesernya kurva

permintaan saham (DD) bergeser ke kanan dari DD_0 ke DD_1 . Peningkatan permintaan saham, akan meningkatkan nilai harga saham. Hal ini ditunjukkan pada Gambar 2.2 dimana harga saham (P) bergerak naik dari P_0 menjadi P_1 . Karena harga meningkat dan permintaan masyarakat akan saham meningkat, hal ini menggeser nilai investasi (I) yang pada awalnya berada pada I_0 bertambah menjadi I_1 . Kenaikan investasi akan terus berlangsung hingga nilai aktual modal saham sama dengan nilai modal saham yang diminta. Peningkatan modal saham yang diminta nantinya akan meningkatkan jumlah investasi, dan jumlah investasi meningkat akan membentuk ekspektasi *output* meningkat, kemudian suku bunga riil menurun, dan yang terakhir investasi pajak kredit meningkat.

2.1.7. Kerjasama Keuangan ASEAN

Sebagai bagian dari Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) yang terintegrasi secara ekonomi, pasar keuangan diharapkan lebih terintegrasi pada tahun 2015. Untuk memfasilitasi arus perdagangan dan investasi yang lebih besar serta mempromosikan sistem keuangan yang fungsional di seluruh wilayah dan hubungan integrasi antar pasar modal, maka para pemimpin ASEAN sepakat dan menyetujui tiga elemen utama yang akan mendorong kawasan ini menuju tujuan integrasi yang ditunjukkan dalam *Roadmap for Monetary and Financial Integration ASEAN* (RIA-Fin). RIA-Fin terdiri dari tiga aspek utama, yaitu :

1. Liberalisasi jasa keuangan, yaitu liberalisasi layanan keuangan secara progresif kecuali beberapa sub sektor dan transaksi.
2. Liberalisasi neraca modal, yaitu untuk memperbaiki arus modal, pengendalian dan pembatasan transaksi giro dan arus masuk FDI serta portofolio.
3. Pengembangan pasar modal, yaitu dengan membangun kapasitas dan infrastruktur untuk pengembangan pasar modal ASEAN. Selain itu, "An

Implementation Plan for an Integrated Capital Market” telah ditulis untuk mencapai tujuan jangka panjang kerjasama lintas batas antara pasar modal ASEAN, meningkatkan akses pasar, keterkaitan dan likuiditas.

Sebelum pembentukan MEA, setelah krisis keuangan tahun 1997, negara-negara mulai secara aktif mempromosikan integrasi keuangan regional. Dengan fokus pada pembentukan platform pengembangan pasar keuangan di kawasan ini dan menciptakan pertahanan regional melawan dampak krisis keuangan yang mempengaruhi volatilitas pasar, platform tersebut seperti the ASEAN+3 *Economic Review and Policy Dialogue*, the Chiang Mai Initiative, the Asian Bond Market Initiative (ABMI), dan the Asian Bond Fund Initiative. Selain itu, inisiatif lain yang memainkan peran penting dalam mencapai integrasi keuangan khususnya integrasi pasar modal adalah ASEAN Capital Market Forum (ACMF). Kelompok ini didukung oleh menteri keuangan ASEAN pada tahun 2009 dan dibentuk berangotakan kelompok ahli, pakar keuangan, ADB, dan masukan dari kementerian keuangan, bank sentral dan bursa efek. ACMF bertugas mengusulkan rencana implementasi integrasi pasar modal ASEAN.

ACMF diharapkan memberikan panduan komprehensif dalam pembangunan pasar modal regional yang terpadu, dengan langkah-langkah dan aturan yang jelas untuk meningkatkan kinerja intermediasi keuangan, meningkatkan kapasitas, dan manajemen resiko. Untuk mencapai tujuannya, ACMF menciptakan *Branding* terhadap ASEAN dengan meningkatkan standar dan praktik peraturan ASEAN, membangun kepercayaan terhadap standar ASEAN, dan memfasilitasi arus dan akses ke pasar ASEAN. Untuk memastikan investor memiliki akses ke pasar ASEAN dan memfasilitasi arus modal, enam Bursa ASEAN (Indonesia, Malaysia, Filipina, Singapura, Thailand, dan Vietnam)

sepakat untuk membentuk sebuah jaringan elektronik yang disebut *ASEAN Exchange* (ASEAN Capital Markets Forum, 2009)

2.1.7.1 Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA)

Pada bulan Oktober 2003, diselenggarakan KTT ASEAN di Bali. Dengan mengingat cita-cita awal pembentukan asosiasi ini, maka dibentuklah Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) yang akan diberlakukan pada tahun 2020. Namun setelah diadakan pertemuan di Filipina pada 3 Januari 2007, anggota ASEAN sepakat untuk mempercepat pembentukan MEA menjadi tahun 2015. Tujuan MEA adalah menciptakan pasar tunggal dan pasar berbasis produksi, wilayah ekonomi yang kompetitif dengan pembangunan ekonomi yang adil dan wilayah yang terintegrasi secara penuh pada ekonomi global. Tujuan untuk menjadi pasar tunggal dan basis produksi akan membuat ASEAN menjadi lebih kompetitif dan mampu menciptakan mekanisme baru untuk memperkuat pelaksanaan inisiatif ekonomi dan mekanisme institusi yang ada di kawasan ini. Dengan MEA diharapkan akan memperbaiki jaringan produksi dan kapasitas ASEAN untuk melayani pasar global, dengan berkurangnya tarif sehingga biaya transaksi akan berkurang dan hambatan non-tarif perlahan-lahan akan dikurangi.

Untuk menciptakan sebuah kawasan yang memiliki pergerakan barang, jasa, investasi, tenaga kerja terampil dan arus modal yang bebas. Terdapat dua belas sektor industri utama yang memiliki prioritas tinggi dalam proses integrasi, sektor tersebut adalah produk berbasis agro, *air-travel*, otomotif, e-ASEAN, elektronik, perikanan, kesehatan, produk berbasis karet, tekstil dan pakaian jadi, produk berbasis kayu, logistik, makanan, pertanian, kehutanan. Kawasan ekonomi yang kompetitif sebagai tujuan dari MEA, membuat negara-negara anggota berkomitmen untuk membangun kebijakan dan undang-undang nasional sehingga akan memfasilitasi lapangan kerja dan lingkungan bisnis yang akan

meningkatkan kinerja ekonomi daerah dalam jangka panjang. ASEAN akan mengupayakan unsur-unsur yang akan meningkatkan daya saing kawasan ekonomi yang meliputi perlindungan konsumen, hak kekayaan intelektual, pembangunan infrastruktur perpajakan dan *e-commerce*.

ASEAN sebagai pemain di pasar global ingin menginterasikan dirinya dengan ekonomi global. Untuk dapat bersaing secara internasional dan tetap menjadi tujuan investasi asing yang kuat, ASEAN mengambil dua pendekatan. Pertama, membangun hubungan ekonomi eksternal (dengan negara selain ASEAN) melalui *Free Trade Agreements* (FTA) dan *Closer Partnership* (CEP), dan kedua, dengan meningkatkan partisipasi dalam jaringan pasokan global. Pada KTT ASEAN di tahun 2007, pemimpin ASEAN mempercepat pembentukan MEA dan mengadopsi *Blueprint* ekonomi ASEAN untuk menciptakan MEA pada tahun 2015. *Blueprint* tersebut menjadi *masterplan* untuk mengidentifikasi karakteristik dan elemen MEA dengan target dan waktu yang jelas dalam pelaksanaannya untuk mengimplementasikan (AEC *Factbook*, 2011) Namun demikian, terdapat tantangan bagi negara-negara anggota untuk mengaplikasikan kebijakan tersebut, terlebih lagi negara-negara baru seperti Kamboja, Laos, Myanmar, dan Vietnam yang harus menerapkan MEA dengan pendanaan dan kapasitas teknis yang lebih rendah, sedangkan anggota lainnya harus menghadapi liberalisasi dan reformasi kebijakan.

2.2. Penelitian Terdahulu

Penelitian mengenai integrasi indeks harga saham sudah banyak diteliti di dunia. Penelitian yang sudah dilakukan dapat menjadi referensi bagi penelitian selanjutnya. Berikut beberapa penelitian yang dilakukan berkaitan dengan integrasi indeks harga saham serta penelitian yang menggunakan metode konvergensi beta dan konvergensi sigma.

Pertama yaitu penelitian oleh Adam, dkk (2002) penelitian tersebut untuk menemukan indikator dan metodologi dalam mengukur integrasi pasar modal di European Union (EU). Dalam penelitian tersebut pasar modal yang dibahas bukan hanya bursa saham, namun lebih merujuk pada peredaran modal dalam sistem keuangan. Termasuk di dalamnya dibahas lembaga keuangan, pasar saham, perbankan, dan perilaku ekonomi rumah tangga maupun perusahaan. Dalam penelitian tersebut terdapat tiga tujuan utama. Pertama, menganalisis secara komperhensif metodologi dan indikator yang dapat dijadikan acuan berdasarkan literatur mengenai integrasi pasar modal. Kedua, menganalisa berbagai macam metodologi yang merupakan dasar dari beberapa indikator kemudian mencoba mengaplikasikan indikator yang dianggap paling cocok terhadap data-data yang tersedia untuk mendapatkan hasil pengukuran dari derajat integrasi pada integrasi pasar modal. Ketiga, penelitian tersebut mencoba mengajukan indikator mana yang terbaik untuk digunakan dan pengembangan metodologi dari indikator yang ada.

Berdasarkan pembahasan pada literatur penelitian tersebut, terdapat pengklasifikasian empat indikator dalam integrasi keuangan. Indikator-indikator yang dimaksud adalah indikator dari integrasi pasar kredit dan obligasi, indikator dari integrasi pasar saham, indikator dari integrasi berdasarkan keputusan ekonomi rumah tangga dan perusahaan, dan indikator dari perbedaan antar institusi yang dapat menimbulkan perbedaan segmen-segmen dari pasar keuangan. Hasil perhitungan menunjukkan tingkat integrasi yang meningkat di wilayah Euro, terutama setelah tahun 1999 ketika tingkat suku bunga antar bank turun drastis, meskipun pasar obligasi jangka panjang tidak mencapai integrasi penuh dan kecepatan konvergensi tingkat suku bunga pinjaman dan pinjaman korporasi agak lambat.

Penelitian kedua dilakukan oleh Click dan Plummer (2005). Click dan Plummer menganalisis integrasi pasar modal negara lima negara ASEAN dengan analisis *time series* menggunakan data harian dan mingguan indeks harga saham komposit periode Juli 1998 – Desember 2002 untuk melihat pergerakan pada saat setelah krisis keuangan Asia. Dengan menggunakan uji kointegrasi, hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar saham ASEAN-5 terintegrasi dalam arti ekonomi, namun integrasi tersebut belum lengkap. Penelitian menemukan lima pasar saham tersegmentasi oleh batas negara dan terintegrasi dalam pengertian ekonomi namun tidak lengkap. Salah satu implikasi adanya integrasi adalah dimungkinkannya perusahaan-perusahaan ASEAN memperluas basis pemegang saham mereka dan menurunkan biaya modal mereka untuk mendapatkan keuntungan yang lebih banyak.

Penelitian oleh Yabara (2012) dengan judul *Capital Market Integration: Progress Ahead of the East African Community Monetary Union* menganalisis pasar modal di East Africa Community (EAC) dalam menghadapi tantangan kapitalisasi pasar dan likuiditas yang masih rendah. Dari penelitian tersebut diungkapkan bahwa negara-negara anggota MEA seperti Kenya, Tanzania dan Uganda telah mengalami kemajuan dalam pengembangan pasar modal domestik melalui pendekatan regional dengan mengurangi hambatan dalam transaksi modal dan menyelaraskan infrastruktur pasar.

Walaupun demikian, analisis empiris menunjukkan bahwa integrasi pasar modal di EAC masih terbatas. Hasil perkiraan konvergensi beta menunjukkan bahwa suku bunga dan tingkat pengembalian saham masih dibawah pasar *treasury bill* di Kenya, Rwanda, Tanzania dan Uganda. Sedangkan analisis konvergensi sigma menunjukkan bahwa integrasi keuangan belum diperkuat di pasar ini selama beberapa tahun terakhir, dan memperlihatkan indikasi

peningkatan divergensi di beberapa negara. Selain itu, analisis kointegrasi menunjukkan bahwa tidak ada hubungan kointegrasi jangka panjang di pasar saham EAC.

Selanjutnya penelitian oleh Howard dan Craigwell (2010) menganalisis integrasi pada tiga bursa utama di Karibia yaitu the Barbados Stock Exchange, Trinidad and Tobago Stock Exchange dan Jamaica Stock Exchange. Hasilnya penelitian menunjukkan bahwa BSE, JSE dan TTSE terintegrasi pada tingkat pasar, namun kesimpulan tersebut masih kurang meyakinkan mengingat data yang digunakan adalah data sekuritas *cross-listed*. Hal tersebut menyiratkan bahwa kondisi perkembangan ekonomi negara-negara tersebut memiliki pola yang sama, seperti pasar saham harus dikaitkan dengan makroekonomi.

Tingkat integrasi dengan metode sigma-konvergensi menunjukkan pasar menjadi semakin terintegrasi namun kecepatan konvergensi masih agak lambat dibandingkan dengan pasar lain di seluruh dunia. Hal tersebut disebabkan oleh lemahnya efisiensi dan juga asimetri informasi di berbagai pasar. Pada penelitian ini, pelaku pasar menunjukkan bahwa perbedaan likuiditas di berbagai pasar akan menghasilkan perbedaan volume perdagangan. Situasi ini berimplikasi pada kecepatan penyesuaian harga di pasar yang kurang likuid. Untuk mendorong integrasi lebih lanjut, pembuat kebijakan harus meningkatkan efisiensi pasar sekaligus mendorong penyebaran informasi yang lebih cepat.

Rizavani, dkk, (2011) meneliti sepuluh indeks saham komposit Asia dan dunia menggunakan metode konvergensi beta dan konversi beta dengan periode penelitian pada tahun 1999 – 2009. Studi tersebut mencatat bahwa telah terdapat peningkatan proses konvergensi di semua ekonomi Asia sepanjang periode penelitian. Namun koefisien beta melebihi tingkat ideal -1 dan bergerak lebih jauh yang menyebabkan perbedaan konvergensi. Pengamatan ini juga

didukung dari representasi konvergensi sigma yang menunjukkan penurunan dispersi dari tahun 1999 sampai 2010 yang mengindikasikan peningkatan tingkat integrasi keuangan Asia secara global dan regional, namun kecenderungan penurunan disperse tersebut berbalik arah setelah tahun 2004 dan telah menunjukkan tren yang semakin meningkat sampai sekarang yang menunjukkan sinyal divergensi.

Meneliti tentang hubungan liberalisasi keuangan dan integrasi pasar saham diantara pasar saham ASEAN-5 Phuan, dkk (2009), menggunakan uji kointegrasi Johansen, uji Granger-causality dan varians analisis dekomposisi. Penelitian dengan menggunakan tiga periode sampel dipilih berdasarkan kemajuan liberalisasi keuangan. Hasil penelitian pada periode pertama menunjukkan tidak ada hubungan jangka panjang selama liberalisasi pasar saham ketika baru Singapura yang melakukan liberalisasi. Namun hubungan jangka panjang terbentuk antara pasar saham ASEAN-5 pada periode kedua ketika Thailand, Malaysia dan Indonesia telah meliberalisasi pasar saham mereka dan pada periode ketiga setelah Filipina juga meliberalisasi pasar sahamnya. Hubungan integrasi jangka panjang dan hubungan kausalitas jangka pendek diantara pasar ASEAN-5 meningkat setelah liberalisasi keuangan. Pasar Thailand, Malaysia, Indonesia dan Filipina mendapat pengaruh peningkatan dari pasar saham lainnya dalam kemajuan liberalisasi keuangan sementara Singapura tetap tidak terpengaruh oleh pasar saham lainnya.

Penelitian yang dilakukan Janor, dkk (2007), mengeksplorasi integrasi pasar ekuitas lima negara ASEAN yaitu Malaysia, Singapura, Thailand, Filipina dan Indonesia. Dengan menerapkan teknik kointegrasi bivariat dan multivariat, penelitian ini menguji apakah pasar saham ASEAN-5 terintegrasi secara global atau regional. Dalam penelitian ini membahas kemungkinan dampak krisis

keuangan Asia 1997 terhadap integrasi. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa beberapa pasar terintegrasi secara regional dan global, namun integrasinya tidak sepenuhnya lengkap sehingga mencerminkan beberapa manfaat diversifikasi di pasar ini. Studi ini juga menunjukkan dampak signifikan dari krisis keuangan dan memberikan bukti pentingnya integrasi pada nilai tukar.

Royfaizal, dkk (2007) melakukan penelitian dengan judul *ASEAN-5 + 3 and US Stock Market Interdependence Before, During and After Asian Financial Crisis* menggunakan uji kointegrasi dan Granger-causality dalam meneliti interdependensi pasar saham ASEAN-5 plus Jepang, China, Korea dan AS selama periode 1990-2007 yang dibagi atas tiga sub periode yang meliputi sebelum, sepanjang dan sesudah krisis Asia tahun 1997. Data yang digunakan adalah indeks harga saham mingguan yang dinyatakan dalam mata uang lokal. Berdasarkan uji kointegrasi jumlah vektor terkointegrasi yang signifikan sepanjang periode krisis lebih banyak dari periode yang lain, sementara jumlah vektor yang terkointegrasi pada periode sebelum dan sesudah krisis berjumlah sama. Uji Granger kausalitas yang didasarkan atas VECM menunjukkan bahwa Thailand eksogen sedangkan Malaysia lebih endogen sebelum dan sesudah krisis. Setelah krisis, AS menjadi lebih dominan dibandingkan negara-negara lain sehingga dapat disimpulkan bahwa pasar ASEAN-5 plus 3 dan AS saling ketergantungan sepanjang dan setelah krisis sementara pengaruh saham AS lebih efektif terhadap pasar saham ASEAN-5 plus 3 hanya pada periode sebelum dan selama krisis.

Dalam penelitian Manning (2002), data yang digunakan adalah data indeks harga saham gabungan di lima pasar saham ASEAN dan pasar saham AS, Korea Selatan, Taiwan, Hongkong dan Jepang secara mingguan dan kuartalan dalam mata uang dolar AS selama periode bulan Januari 1988 sampai bulan

Pebruari 1999. Metode penelitian yang digunakan adalah metode *Johansen Maximum Likelihood* dan teknik *Haldane and Hall Kalman Filter*. Hasil pengujian menunjukkan terdapat dua *common trends* dalam delapan indeks pasar saham Asia yang dimodelkan dalam penelitian ini dan juga terdapat dua *common trends* jika memasukkan pasar AS dalam model kointegrasi *Johansen*.

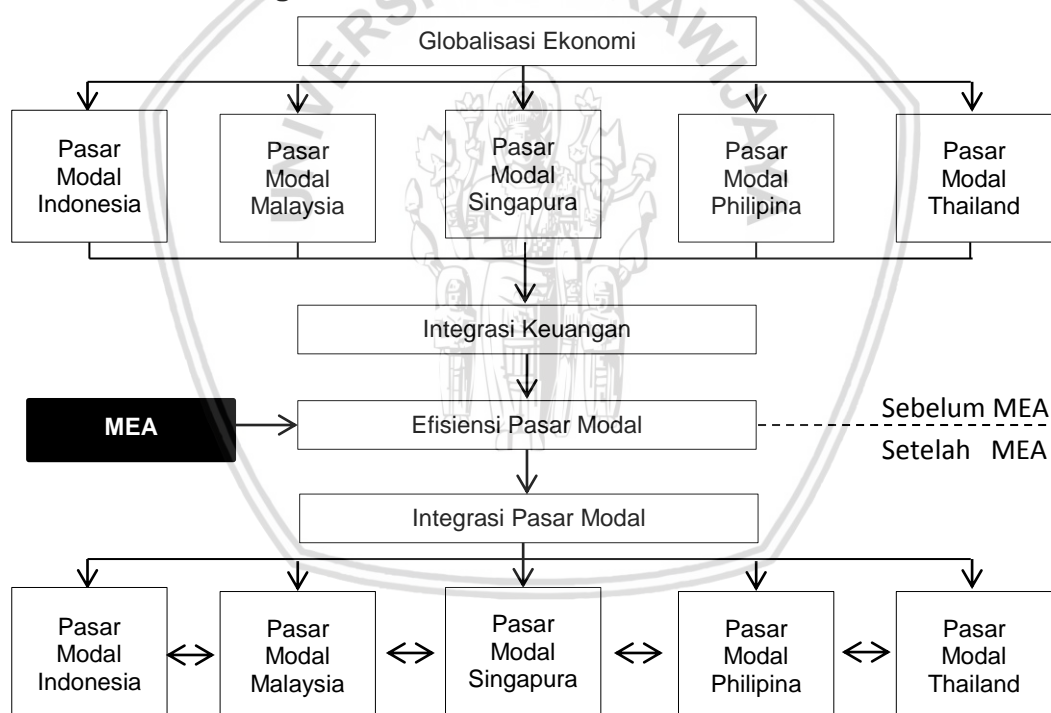
Penelitian yang dilakukan Santosa (2013) menganalisa tentang integrasi pasar modal kawasan Cina – ASEAN dengan variabel penelitian indeks sharga saham negara Indonesia, Singapura, Malaysia, Manila, Thailand dan China. Metode penelitian yang digunakan adalah *Model Vector Correction Model* (VECM). Hasil penelitian menunjukkan bahwa pasar modal Indonesia dipengaruhi oleh kelima pasar modal lain namun tidak berpengaruh terhadap pasar modal negara lain, pasar saham Singapura hanya tidak berpengaruh positif terhadap pasar modal Filipina, pasar saham China dan Singapura terintegrasi lengkap namun pasar modal China hanya mempengaruhi pasar modal Singapura, dan pasar modal Filipina hanya mempengaruhi pasar modal Indonesia.

2.3. Kerangka Pikir

Penelitian ini bertujuan untuk mengetahui serta menganalisis tingkat integrasi pasar modal ASEAN, dengan pengujian yang pertama dilakukan adalah dengan menguji integrasi pasar saham ASEAN. Adapun kerangka pikir dari penelitian ini ditunjukkan pada gambar 2.2. Globalisasi pada gilirannya menimbulkan gejala menyatunya ekonomi semua bangsa yang mengakibatkan suatu negara akan mengalami interdependensi dengan negara lain. Secara umum, ada empat (4) bidang yang pasti akan terpengaruh, yakni Ekspor, Impor, Investasi dan Tenaga kerja. Pada bidang Investasi, Liberalisasi

pasar uang dunia yang membuat bebasnya arus modal antarnegara juga sangat berpengaruh terhadap arus investasi neto pada negara-negara ASEAN. Jika daya saing investasi ASEAN rendah, dalam arti iklim berinvestasi di dalam negeri tidak kondusif dibandingkan di negara-negara lain, maka bukan saja arus modal ke dalam negeri akan berkurang tetapi juga modal investasi domestik akan lari yang pada akhirnya membuat saldo neraca modal di dalam neraca pembayaran negatif. Globalisasi ekonomi di bidang investasi sangat berhubungan dengan pasar modal, sehingga pergerakan modal dapat dijadikan cerminan perkembangan investasi di suatu negara/kawasan.

Gambar 2.3: Kerangka Pikir



Sumber: Penulis, 2018

Integrasi keuangan sebagai imbas dari globalisasi ekonomi menjadikan tidak ada batasan untuk berinvestasi. Integrasi keuangan terjadi apabila suatu kawasan ekonomi tanpa *frontier* (batas negara) dimana setiap penduduk maupun sumber daya setiap negara anggota dapat bergerak bebas sebagaimana didalam negara sendiri. Dengan tujuan untuk mencapai tingkat kegunaan yang paling

optimal dan pada akhirnya akan mendorong tercapainya tingkat kesejahteraan yang merata diantara negara-negara anggota (Achsan, 2008 dalam Malaka dan Toar, 2015). Sehingga sebagai upaya memaksimalkan keunggulan bersaing yang dimiliki suatu negara/wilayah mengakibatkan pasar modal tiap negara khususnya negara – negara di ASEAN semakin kuat melakukan interaksi ekonomi guna memaksimalkan efisiensi ekonomi.

Kondisi pasar yang efisien dapat terjadi jika, Investor berperilaku secara rasional, dan tidak diperlukan biaya untuk mengakses informasi (tidak terbatasnya informasi). Berkaca kepada kondisi tersebut, penciptaan suatu pasar modal global menjadi sesuatu yang memungkinkan, melalui sebuah teori pasar yang efisien yang biasa disebut dengan *Efficient Market Hypothesis* (Fama, 1970 dalam Riyanti dan Pandu, 2016). Konsep Teori EMH diadaptasi oleh pasar modal termasuk di negara-negara ASEAN, pandangan EMH juga telah dianggap mampu menyelesaikan permasalahan-permasalahan pasar modal di ASEAN seperti ketimpangan kuantitas emiten saham, ketimpangan frekuensi trading saham dan ketidak-efisiensinya biaya *cross listing* saham, dan lain-lain. Melalui suatu upaya pembentukan Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) yang termasuk di dalamnya adalah integrasi keuangan negara ASEAN pasar Modal ASEAN mengalami transformasi perubahan baru menjadi *Single market, Single Productio*, Aliran Bebas; Barang, Jasa, Investasi, Teknologi, serta aliran modal yang bebas (ASEAN *Economic Community Factbook*, 2011).

Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) berfungsi sebagai pasar tunggal dan wilayah basis produksi pada tahun 2015. Untuk memfasilitasi pencapaian Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) sesuai dengan target maka disepakati pembentukan *Roadmap Integrasi ASEAN* (RIA) bidang finansial (RIA-Fin) yang meliputi 4 sektor. *Roadmap* kerjasama pasar modal bertujuan untuk mewujudkan

kerjasama pasar modal yang lebih erat untuk meningkatkan perdagangan intra kawasan dan memperdalam integrasi ekonomi regional. Integrasi ekonomi akan menjadi semakin kuat apabila dilakukan integrasi pasar modal.

Didalam *blueprint* Masyarakat Ekonomi ASEAN tahun 2015, dirumuskan membangun pasar terintegrasi di tingkat regional, yaitu kondisi dimana arus modal dapat bergerak bebas di regional dan investor dapat berinvestasi dimanapun di regional. Keberadaan MEA menarik untuk ditelaah dan dinilai membawa banyak harapan bagi para anggota di dalamnya. Mengingat MEA sendiri merupakan sebuah integrasi ekonomi negara-negara berkembang terbesar di dunia.

2.4. Hipotesis Penelitian

Berdasarkan kerangka pikir yang telah dibuat sebelumnya, maka dapat dirumuskan hipotesis sementara. Adapun rumusan hipotesis dalam penelitian ini sebagai berikut:

Hipotesis 1 : diduga terdapat peningkatan kecepatan konvergensi dan tingkat integrasi pada pasar modal negara ASEAN-5.

Hipotesis 2 : diduga terdapat hubungan jangka panjang antar pasar modal negara ASEAN-5.

BAB III METODE PENELITIAN

3.1. Pendekatan Penelitian

Penelitian ini menerapkan pendekatan penelitian kuantitatif, yaitu penelitian yang menekankan pada pengujian teori-teori melalui pengukuran variabel-variabel penelitian dengan angka dan melakukan analisis data dengan prosedur statistik (Sugiyono, 2011:7). Penelitian ini menggunakan data-data angka (*numeric*) yang bersumber data berbagai situs *website* terkait yang diharapkan dapat menjawab rumusan masalah. Lebih lanjut bahwa penelitian ini juga menggunakan pendekatan deskriptif. Menurut Arikunto (2002:9) pendekatan deskriptif bertujuan membuat gambaran secara sistematis, aktual dan akurat mengenai fakta-fakta serta hubungan antara fenomena yang diselidiki.

3.2. Lokasi dan Waktu Penelitian

Lokasi penelitian yang diambil dalam penelitian ini adalah indeks harga saham gabungan di lima negara ASEAN yang memiliki kapitalisasi pasar terbesar yaitu: Indonesia, Malaysia, Thailand, Singapura dan Philipina. Pada metode penelitian nantinya akan dibutuhkan negara yang dijadikan sebagai *benchmark* untuk melihat bagaimana integrasi yang ada. Dengan tujuan melihat bagaimana pergerakan integrasi di lima negara ASEAN maka dalam penelitian ini, *benchmark* indeks yang dipilih adalah indeks diluar lima negara ASEAN tersebut dan merupakan indeks saham yang berpengaruh di kawasan Asia. Sehingga dipilihlah indeks harga saham gabungan negara Jepang dan China sebagai *benchmark* indeks yang digunakan pada penelitian ini.

Periode penelitian yang digunakan adalah bulan Januari 2012 hingga bulan Desember 2017. Pemilihan periode ini bertujuan untuk mendapatkan hasil

penelitian yang akurat sesuai dengan keadaan yang terjadi saat ini. Periode tersebut nantinya akan dibagi menjadi dua periode penelitian yaitu:

- I. Bulan Januari 2012 hingga bulan Desember 2015, dan
- II. Bulan Januari 2016 hingga bulan Desember 2017,

dengan dibaginya menjadi dua periode tersebut diharapkan dapat melihat pergerakan integrasi pasar saham diwilayah ASEAN-5 sebelum dan sesudah dikelakukannya MEA..

3.3. Definisi Operasional Variabel Penelitian

Variabel penelitian yang dipilih untuk diteliti akan memberikan informasi mengenai fenomena yang ingin diketahui oleh peneliti. Dalam penelitian ini, variabel-variabel yang digunakan terdiri dari Indeks harga saham gabungan dari lima negara ASEAN yaitu *Jakarta Composite Index* (JCI) untuk Indonesia, *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) untuk Malaysia, *Philippines Stock Exchange* (PSE) untuk Filipina, *Strait Time Index* (STI) untuk Singapura dan *Stock Exchange of Thailand* (SET) untuk Thailand. Penelitian ini akan melihat hubungan integrasi antar pasar saham yang tergabung dalam ASEAN-5 secara parsial maupun keseluruhan dengan *benchmarks* indeks *Nikkei 225* (N225) untuk Jepang dan *Shanghai Stock Exchange* (SSE) untuk China. Berikut penjelasan masing-masing indeks:

3.3.1. Indeks Harga Saham Indonesia

Indeks Harga Saham Indonesia yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Jakarta Composite Index* (JCI) yang merupakan salah satu indeks pasar saham yang digunakan oleh Bursa Efek Indonesia (BEI). Indeks ini diperkenalkan pertama kali pada tanggal 1 April 1983, sebagai indikator pergerakan harga

saham di BEI, indeks ini mencakup pergerakan seluruh saham biasa dan juga saham preferens yang tercatat di BEI.

3.3.2. Indeks Harga Saham Malaysia

Indeks Harga Saham Malaysia yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Kuala Lumpur Stock Exchange*. KLSE adalah indeks saham yang digunakan sebagai dasar pengukuran kinerja pasar modal Malaysia dan indeks ini yang akan digunakan pada penelitian ini.. KLSE diperkenalkan pertama kali pada tahun 1986 dan digunakan sebagai indikator kinerja pasar saham dan ekonomi Malaysia. Dalam indeks ini, terdapat 30 perusahaan yang paling likuid di bursa Malaysia.

3.3.3. Indeks Harga Saham Filipina

Indeks Harga Saham Filipina yang digunakan dalam penelitian ini adalah PSEi. *Philippine Stock Exchange index* (PSEi) beroperasi sejak berdirinya *Manila Stock Exchange* pada tahun 1927. Indeks utama PSE adalah PSEi, yang terdiri dari 30 saham perusahaan terdaftar yang dipilih berdasarkan beberapa kriteria tertentu seperti kapitalisasi pasar terbesar dan likuiditas perusahaan yang baik. Saat ini, tercatat 267 perusahaan yang tercatat di *Philippines Stock Exchange* (PSE).

3.3.4. Indeks Harga Saham Thailand

Indeks Harga Saham Thailand yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Stock Exchange of Thailand index* (SET). *The Stock Exchange of Thailand* sendiri memiliki beberapa indeks harga saham diantaranya SET, SET 50 dan SET 100. SET merupakan indeks komposit yang mewakili pergerakan harga untuk semua saham yang diperdagangkan di Bursa Efek Thailand. Saat ini terdapat 688 perusahaan yang tercatat di Bursa Efek Thailand. Perhitungan dari

indeks SET dilakukan dengan membandingkan antara nilai pasar sekarang dari semua saham biasa yang terdaftar dalam indeks dengan nilai pasar dari hari dasar.

3.3.5. Indeks Harga Saham Singapura

Indeks Harga Saham Singapura yang digunakan dalam penelitian ini adalah *Strait Time Index* (STI). Saat ini, *Singapore Exchange* memiliki beberapa indeks saham yakni STI, FTSE ST Mid Cap Index dan FTSE ST Small Index. STI merupakan indeks harga saham utama yang digunakan untuk mendata dan memonitor perubahan harian dari 30 perusahaan terbesar di pasar saham Singapura. Indeks STI memiliki pengaruh terbesar pada Bursa Saham ASEAN karena telah terlebih dahulu melakukan liberalisasi keuangan dan memiliki kapitalisasi pasar terbesar di ASEAN (Phuan dkk, 2009).

3.3.6. Indeks Harga Saham Jepang

Indeks Harga saham Jepang yang digunakan dalam penelitian ini adalah Nikkei 225. Nikkei 225 merupakan sebuah indeks pasar saham untuk Bursa Saham Tokyo (*Tokyo Stock Exchange – TSE*). Indeks ini adalah indeks rata-rata tertimbang (dalam satuan yen), dan komonennya ditinjau ulang setahun sekali. Perusahaan yang tercatat di Indeks Nikkei 225 merupakan perusahaan besar yang telah beroperasi secara global. Dengan naiknya indeks Nikkei 225 berarti kinerja perekonomian Jepang ikut membaik. Sebagai salah satu negara tujuan ekspor beberapa negara ASEAN seperti Indonesia, pertumbuhan ekonomi Jepang dapat mendorong pertumbuhan ekonomi negara-negara ASEAN melalui kegiatan ekspor maupun aliran modal masuk baik investasi langsung maupun melalui pasar modal. . Dalam penelitian ini, Nikkei 225 akan menjadi variabel *benchmark market* untuk melihat integrasi pasar saham di ASEAN.

3.3.7. Indeks Harga Saham China

Indeks Harga Saham China yang digunakan dalam penelitian ini adalah indeks pasar saham utama di *Shanghai Stock Exchange* yaitu *SSE Composite* yang merupakan indikator yang digunakan untuk mencerminkan kinerja pasar saham *Shanghai Stock Exchange*. Indeks penting lainnya yang terdapat di Bursa Efek Shanghai antara lain Indeks SSE 50 dan Indeks SSE 100. Dalam penelitian ini, *SSE Composite* akan menjadi variabel *benchmark market* untuk melihat integrasi pasar saham di ASEAN.

3.4. Populasi dan Penentuan Sampel

Populasi yang digunakan dalam penelitian ini adalah seluruh data Indeks Harga Saham utama semua pasar modal negara ASEAN. Tidak semua populasi ini akan menjadi objek penelitian sehingga perlu dilakukan pengambilan sampel. Pengambilan sampel dalam penelitian ini menggunakan metode *purposive sampling*, yaitu suatu metode dengan pengambilan sampel yang dipilih berdasarkan pertimbangan tertentu berdasarkan tujuan penelitian (Sugiyono, 2011:62). Dalam penelitian ini kriteria pemilihan sampel yaitu:

1. Merupakan indeks saham dari pasar modal dengan kapitalisasi terbesar di ASEAN sejak tahun 2012 hingga tahun 2017.
2. Tersedia data indeks harga saham gabungan (*Composite Stock Price Index*) yang mewakili setiap pasar modal tersebut selama periode penelitian.

Dari kriteria dan jumlah aliran dana investasi terbesar yang masuk ke ASEAN-5 maka sampel yang digunakan dalam penelitian ini adalah harga penutupan harian dari indeks harga saham gabungan Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan harga penutupan harian dari kedua *benchmark* indeks yaitu indeks harga saham gabungan Jepang dan China selama periode bulan Januari tahun 2012 sampai bulan Desember tahun 2017. Alasan pemilihan

periode dan data harian adalah untuk mendapatkan hasil penelitian yang sesuai dengan keadaan perkembangan MEA dan memperoleh informasi yang akurat mengingat sifat pasar modal yang sangat cepat merespon informasi yang beredar di pasar.

3.5. Jenis dan Sumber Data

Data yang digunakan dalam penelitian ini adalah data indeks harga saham yang merupakan data sekunder. Data sekunder yaitu data yang diperoleh bukan dari hasil eksperimen penulis melainkan berasal dari hasil observasi agen ekonomi. Dalam penelitian ini menggunakan data yang bersifat kuantitatif dan berbentuk data time series. Data indeks harga saham masing-masing negara ASEAN-5, Jepang dan China yang ditransformasikan dalam bentuk *natural logarithmic* (\ln) dan dinyatakan dalam bentuk mata uang domestik (*local currency*). Indeks harga saham dalam mata uang lokal menggambarkan reaksi pasar domestik terhadap pasar luar negeri menurut perspektif investor domestik (Chowdhury, 1994). Tujuan lain dari penggunaan indeks harga saham dalam mata uang lokal adalah untuk mereproduksi perubahan yang hanya disebabkan oleh pergerakan harga saham semata, menghindari distorsi yang disebabkan oleh apresiasi nilai tukar yang cenderung meningkat di negara-negara ASEAN-5 (Voronkova, 2004). Sehingga integrasi pasar saham semata-mata hanya diukur berdasarkan pergerakan harga saham antar negara dengan mengabaikan perubahan yang terjadi pada nilai tukar.

Data dalam penelitian ini diperoleh dari dua sumber utama yakni melalui situs Bank sentral Thailand dengan alamat situs www.bot.or.th dan pada situs www.finance.yahoo.com. Seluruh data yang digunakan merupakan data harga penutupan harian dari indeks harga saham masing-masing negara selama periode bulan Januari tahun 2012 sampai bulan Desember tahun 2017.

3.6. Metode Pengumpulan Data

Dalam metode pengumpulan data penelitian ini, peneliti menggunakan data sekunder yang dipublikasikan oleh bank sentral Thailand di alamat situsnya yang bernama www.bot.or.th dan pada situs www.yahoo.finance.com. Peneliti menggunakan metode dokumentasi, yaitu teknik pengumpulan data yang didapatkan berupa dokumentasi, catatan yang dipublikasikan seperti laporan tahunan dan bulanan.

3.7. Metode Analisis Data

Menurut Baele, dkk (2004), Integrasi keuangan mempertimbangkan tiga kategori utama yaitu ukuran berbasis harga, ukuran berbasis berita dan ukuran berbasis kuantitas. Sehingga dalam penelitian ini, digunakanlah pendekatan ukuran berbasis harga dengan menggunakan data indeks harga penutupan harian setiap negara ASEAN-5, serta negara *benchmark* yaitu Jepang dan China. Penggunaan indeks *benchmark* yang tidak berasal dari negara ASEAN sendiri dipilih dengan alasan agar dapat melihat bagaimana perkembangan setiap pasar modal negara ASEAN-5 yang menurut Widagdo (2013) merupakan negara yang telah mumpuni melakukan integrasi ekonomi.

Negara-negara *benchmark* tersebut dipilih karena merupakan indeks yang berpengaruh terhadap pasar modal di wilayah Asia, selain itu terdapat juga beberapa pertimbangan antara lain, Jepang dipilih karena dalam penelitian yang dilakukan oleh Chun dan Ariff (2015) menunjukkan terdapat kointegrasi antar pasar saham ASEAN dan Jepang, hasil penelitian Sok-Gee dan Karim (2010) menunjukkan bahwa terdapat efek spillover *intraregional* dan *interregional* diantara ASEAN-5 dengan Jepang. Sedangkan China dipilih dengan pertimbangan adanya perjanjian perdagangan bebas dengan ASEAN atau lebih dikenal dengan ASEAN *China Free Trade Agreement* (ACFTA) yang telah

dimulai pada 1 Januari 2010 yang secara langsung maupun tidak memiliki pengaruh terhadap integrasi pasar saham ASEAN (Endri, 2010). Selain itu, jumlah investasi yang dilakukan Jepang dan China kepada negara-negara di ASEAN juga menjadi pertimbangan pemilihan kedua *benchmark* ini. Data mengenai jumlah investasi yang masuk ke negara-negara ASEAN dapat dilihat pada tabel 3.1.

Dalam penelitian ini, pasar modal negara ASEAN-5 diasumsikan telah terintegrasi. Asumsi tersebut dibentuk berdasarkan pada penelitian terdahulu yang dilakukan oleh Click dan Plummer (2005), Widagdo (2013) serta Sugiyo dan Sudarwan (2013) yang menunjukkan bahwa pasar modal negara ASEAN-5 telah terintegrasi pada tingkat tertentu. Selain itu, menurut adanya sejarah yang lebih panjang antara anggota ASEAN-5 dibandingkan negara ASEAN lainnya telah membentuk suatu dinamika yang dapat dijadikan tolak ukur dalam mengkaji pola hubungan antara negara-negara tersebut (Saini dkk, 2002), dan dominasi perkembangan negara ASEAN-5 juga terbukti telah terintegrasi lebih erat dibandingkan lima negara anggota ASEAN lainnya (Palac-McMiken, 1997 dalam Karim dan Karim, 2012). Sehingga, berdasarkan pada asumsi tersebut maka penelitian ini diarahkan pada fokus untuk menilai tingkat integrasi pasar modal ASEAN-5 dan untuk mengetahui ada tidaknya peningkatan pergerakan integrasi dengan diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA).

Mengingat pasar dengan tingkat integrasi dan efek penularan (*contagion effect*) yang tinggi akan bergerak secara bersama-sama dan memiliki tingkat hubungan yang tinggi (Bekaert dkk, 2007). Maka asumsi tersebut nantinya juga dapat dibuktikan dari hasil perhitungan konvergensi beta (β) dan sigma (σ), hasil dari konvergensi beta (β) dan sigma (σ) akan menunjukkan apakah kelima pasar

modal tersebut memiliki pergerakan konvergensi yang sama, pergerakan konvergensi yang sama akan menunjukkan adanya interaksi saling respon antar pasar saham sehingga hubungan interaksi tersebut akan menunjukkan adanya integrasi.

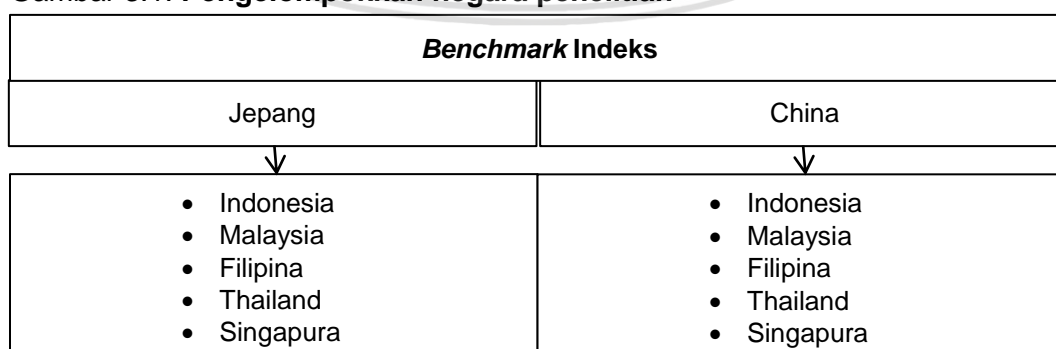
Tabel 3.1 : Aliran Investasi Asing Langsung di ASEAN tahun 2013 – 2016 (dalam Juataan Dollar)

Negara	2013	2014	2015	2016
Australia	2,195	4,495	1,935	3,433
China	6,345	6,185	6,412	9,211
India	2,108	1,216	962	1049
Jepang	24,359	12,982	14,738	13,989
Republik Korea	4,253	4,690	5,704	5,890
Amerika Serikat	11,180	13,578	23,379	11,657

Sumber : ASEAN Investment Report, 2017

Selanjutnya, langkah pertama dalam metode analisa penelitian ini adalah mengelompokkan menjadi dua kelompok variabel penelitian yang berisikan satu indeks harga saham *benchmark* yang telah dipilih dan lima indeks pasar saham negara ASEAN. Pada gambar 3.1 ditunjukkan pengelompokkan negara yang akan dianalisa.

Gambar 3.1: Pengelompokkan negara penelitian

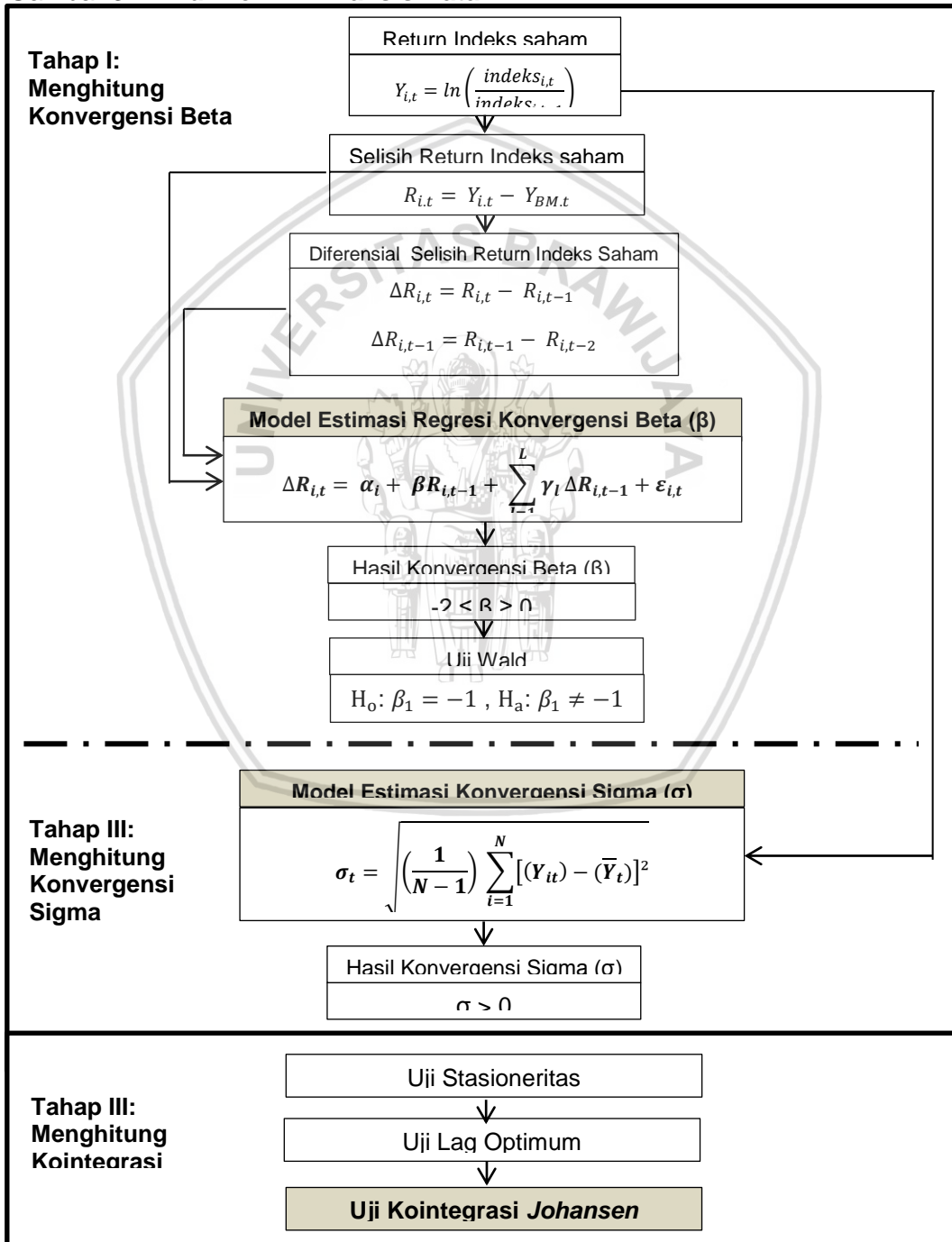


Sumber : Penulis, 2018

3.7.1. Konvergensi

Dengan tujuan mendapatkan kecepatan konvergensi dan tingkat integrasi antar pasar modal sesuai dengan rumusan penelitian, maka dilakukan pengujian dengan metode konvergensi. Lebih lanjut, alur analisis data pada penelitian ditunjukkan pada gambar 3.2.

Gambar 3.2: Alur Teknik Analisis Data



Sumber : Penulis, 2018

3.7.1.1. Konvergensi Beta (β) - Tahap I

Sebelum mengestimasi konvergensi beta (β), pada tahap ini perhitungan pertama yang dilakukan adalah menghitung *return* saham setiap indeks, yaitu indeks negara ASEAN-5 dan indeks negara *benchmark* sehingga pada perhitungan ini akan didapatkan 7 (tujuh) hasil perhitungan *return* saham. Setelah didapatkan *return* saham, langkah selanjutnya adalah menghitung selisih *return* indeks. Pada langkah ini, penulis sudah mulai mengelompokkan variabel menjadi dua kelompok penelitian. Sehingga akan didapatkan 10 (sepuluh) hasil perhitungan selisih *return* indeks, yaitu hasil perhitungan selisih *return* lima negara ASEAN dengan masing – masing *benchmark* indeks. Hasil perhitungan selisih *return* indeks ini selanjutnya digunakan untuk mendapatkan nilai differensiasi selisih *return* indeks yaitu differensiasi pada periode $t-1$ dan $t-2$, yang nantinya akan digunakan untuk menghitung konvergensi beta.

Dalam menilai konvergensi pasar modal ASEAN pada penelitian ini, terdapat sedikit modifikasi terhadap regresi. Menurut Adam, dkk (2002) melalui konsep konvergensi ini analisa pasar akan lebih mudah dihitung dan didasarkan pada alat statistik yang baik dan dapat diinterpretasi. Model estimasi regresi yang digunakan dalam penelitian ini sebagai berikut:

$$\Delta R_{i,t} = \alpha_i + \beta R_{i,t-1} + \sum_{l=1}^L \gamma_l \Delta R_{i,t-1} + \varepsilon_{i,t}$$

Keterangan :

$$Y_{i,t} = \ln \left(\frac{\text{indeks}_{i,t}}{\text{indeks}_{i,t-1}} \right)$$

$$R_{i,t} = Y_{i,t} - Y_{BM,t}$$

$\Delta R_{i,t}$ = Differensi tingkat pertama dari selisih *return* indeks saham negara i dengan negara *benchmark* pada waktu t .

α_i = Konstanta spesifik negara yang diteliti

γ_l = Efek lag dari $\Delta R_{i,t-1}$, panjang lag didasarkan pada kriteria Schwarz

$\varepsilon_{i,t}$ = Error *white-noise*

Koefisien beta (β) merupakan ukuran langsung dari konvergensi, koefisien yang negatif menunjukkan adanya konvergensi dan nilai beta (β) secara absolut menunjukkan kecepatan konvergensi. Menurut Rizavani, dkk (2011), koefisien beta (β) memiliki nilai antara -2 dan 0, jika nilai koefisien sangat mendekati -2 atau 0 maka tidak terbukti adanya konvergensi. Ketika koefisien β mendekati -1 atau bahkan sama dengan -1 maka kecepatan konvergensi tersebut mencapai tingkat maksimum. Namun, ketika koefisien beta (β) diantara -1 dan 0 maka konvergensi termasuk konvergensi yang bergerak monoton. Disisi lain, konvergensi berfluktuasi dan berkurang ketika koefisien β diantara -2 dan -1.

3.7.1.1.1. Uji Wald

Uji yang digunakan untuk menguji keberadaan koefisien parameter beta (β) secara parsial dapat menggunakan Uji Wald dengan hipotesis:

$$H_0: \beta_1 = -1$$

$$H_a: \beta_1 \neq -1$$

Uji signifikansi individual dapat ditentukan dengan nilai *Wald* dan nilai *Sig*. Nilai *Wald* dibandingkan dengan *Chi-Square* tabel sedangkan nilai *Sig*. dibandingkan dengan α . Dalam penelitian ini digunakan tingkat signifikansi (α) sebesar 5%, sehingga:

- a. H_0 ditolak jika nilai *Wald* > *Chi-square* tabel atau *Sig*. < 0,05. Hal ini berarti bahwa koefisien variabel independen tidak berada pada nilai konvergensi maksimal.

- b. H_0 diterima jika nilai $Wald < Chi-square$ tabel atau $Sig. > 0,05$. Hal ini berarti bahwa koefisien variabel independen berada pada nilai konvergensi maksimal.

3.7.1.2. Konvergensi Sigma (σ) - Tahap II

Konsep konvergensi sigma (σ) digunakan untuk mengukur tingkat integrasi selama periode waktu tertentu dengan mengamati kecenderungan penyebaran yang didapatkan dari hasil perhitungan standar deviasi pada tiap indeks saham negara dan indeks saham negara *benchmark* pada periode tertentu. Rumus perhitungan sigma konvergensi menurut Adam, dkk (2002) sebagai berikut :

$$\sigma_t = \sqrt{\left(\frac{1}{N-1}\right) \sum_{i=1}^N [(Y_{it}) - (\bar{Y}_t)]^2}$$

Dimana, Y_{it} merupakan selisih *return* antara indeks negara i dengan indeks saham negara *benchmark* pada waktu t , \bar{Y}_t adalah rata-rata selisih *return* indeks saham *region* pada waktu t dan N menunjukkan jumlah negara yang diteliti. Hasil perhitungan sigma (σ) hanya akan menghasilkan nilai positif. Semakin rendah nilai sigma maka semakin tinggi tingkat integrasi yang tercapai, dan tingkat integrasi penuh akan tercapai saat nilai konvergensi sigma (σ) sama dengan nol. Hasil dari perhitungan ini nantinya akan ditampilkan dalam grafik yang menunjukkan tren penurunan atau kenaikan nilai koefisien varian.

Konvergensi Beta (β) dan konvergensi sigma (σ) menunjukkan aspek integrasi yang berbeda, konvergensi beta (β) mengukur sejauh mana kecepatan konvergensi telah dicapai sedangkan konvergensi sigma (σ) menggambarkan bagaimana tingkat pergerakan pasar menuju integrasi dari waktu ke waktu. Konvergensi beta tidak dapat menganalisa integrasi pasar modal apabila tidak

dilengkapi dengan analisa konvergensi sigma, kedua konvergensi tersebut hanya dapat digunakan untuk menganalisa integrasi apabila digunakan secara bersama-sama. (Sala-i-Martin, 1996 dalam Yabara, 2012).

3.7.2. Kointegrasi - Tahap III

Uji kointegrasi dilakukan untuk mengetahui keberadaan hubungan antar variabel, khususnya dalam jangka panjang. Jika terdapat kointegrasi pada variabel-variabel yang digunakan di dalam model, maka dapat dipastikan adanya hubungan jangka panjang diantara variabel. Metode yang dapat digunakan dalam menguji keberadaan kointegrasi dalam penelitian ini adalah metode *Johansen Cointegration*. Tahapan uji kointegrasi adalah sebagai berikut:

3.7.2.1. Uji Stasioneritas

Pengujian perilaku terhadap data *time series* merupakan prasyarat sebelum dilakukan pengujian kointegrasi sehingga perlu dilakukan uji stasioner untuk menentukan apakah data dapat dianalisis menggunakan uji kointegrasi atau tidak. Perilaku data *time series* diamati dengan menggunakan uji akar (*root*) dan derajat integrasi untuk mengetahui apakah data yang digunakan bersifat stasioner atau tidak. Data dinyatakan stasioner apabila nilai rata-rata dan varian dari data *time series* tidak mengalami perubahan sistematis sepanjang waktu (Nachrowi dan Usman, 2006;399). Terdapat beberapa cara untuk melakukan uji *roots*, salah satunya adalah menggunakan metode *Augmented Dicky Fuller* (ADF). Hasil *trace* hitung statistik ADF akan dibandingkan dengan nilai kritis MacKinnon untuk mengetahui derajat integrasi stasioneritas variabel.

Apabila nilai ADF dari variabel lebih kecil dibandingkan nilai kritis maka variabel dinyatakan stasioner atau memiliki nilai rata-rata, varian, dan kovarians tetap pada tiap titik waktu di derajat integrasi tertentu. Selain itu, nilai probabilitas dari hasil uji stasioner ADF harus lebih kecil dari 5% agar variabel tersebut

dinyatakan stasioner. Adapun hipotesis yang digunakan dalam menguji stasioner dengan menggunakan metode *ADF test* adalah sebagai berikut:

H_0 : data *time series* terdapat akar unit (tidak stasioner)

H_a : data *time series* tidak terdapat akar unit (stasioner)

Hasil yang akan diketahui adalah ketika nilai probabilitas *ADF test* kurang dari 5%, maka hasilnya adalah menolak H_0 yaitu dengan kesimpulan bahwa data tidak mengandung akar unit dan bersifat stasioner. Pada umumnya dalam penelitian yang menggunakan data time series, data tidak stasioner pada tingkat level. Apabila ditemukan kejadian tersebut, maka data harus melalui diferensiasi satu kali atau lebih. Jika data telah stasioner pada tingkat level, maka dapat dikatakan bahwa data tersebut *integrated of order zero* dan apabila data stasioner pada turunan pertama (*first different*) maka data tersebut dikatakan *intgrated of order one*.

3.7.2.2. Uji Lag Optimum

Pemeriksaan lag digunakan untuk menentukan panjang lag optimal yang akan digunakan dalam analisis selanjutnya dan akan menentukan estimasi parameter dalam model VAR. Hal ini disebabkan karena model VAR sangat peka terhadap panjang lag sehingga perlu untuk melihat data kemudian menentukan ketepatan panjang lag (Widarjono, 2007:243). Pada model estimasi VAR, untuk memperoleh panjang lag yang tepat maka harus memenuhi kriteria pengujian, antara lain :

- Melihat panjang lag maksimum sistem VAR yang stabil dengan kriteria apabila seluruh *rootsnya* terletak di dalam unit *circle* dan memiliki modulus lebih kecil dari satu.
- Kriteria informasi, yaitu *Akaike Inforation Criterion* (AIC), *Schwarz Information Criterion* (SIC), dan *Hannan-Quin Information Criterion* (HQ). Jika kriteria

informasi hanya merujuk pada satu kriteria lag maka kriteria tersebut merupakan panjang lag optimum. Tetapi apabila didapatkan lebih dari satu kriteria, maka akan dilanjutkan pada tahapan ketiga.

- c. Membandingkan nilai adjusted R^2 variabel VAR dari masing-masing kriteria. Pemilihan lag optimum dilihat dari nilai adjusted R^2 terbesar pada variabel penting dalam sistem.

3.7.2.3. Uji Kointegrasi *Johansen*

Untuk menguji apakah terdapat hubungan jangka panjang antara variabel indeks harga saham gabungan lima negara ASEAN dengan Jepang dan China dapat dilakukan uji kointegrasi. uji kointegrasi dimaksudkan untuk melihat apakah terdapat hubungan jangka panjang antar variabel. Pengujian ini akan menunjukkan apakah kelompok variabel yang tidak stasioner bersifat kointegrasi atau tidak kointegrasi dalam jangka panjang. Metode yang akan digunakan untuk menguji keberadaan hubungan kointegrasi antar variabel adalah uji *Johansen Cointegration*. Keberadaan kointegrasi pada variabel yang dianalisis diketahui dengan melihat nilai hitung *trace statistic* dan nilai hitung *probabilitas*. Kriteria pengambilan keputusan dalam pengujian ini didasarkan pada nilai *trace statistic* dan *maximum eigen-value*

- a. Berdasarkan *trace statistic* :

- i. Apabila nilai *trace statistic* < *critical value* ($\alpha=0,5$), maka H_0 diterima
- ii. Apabila nilai *trace statistic* > *critical value* ($\alpha=0,5$), maka H_0 ditolak

- b. Berdasarkan *maximum eigen-value* :

- i. Apabila nilai *maximum eigen-value* < *critical value* ($\alpha=0,5$), maka H_0 diterima
- ii. Apabila nilai *maximum eigen-value* > *critical value* ($\alpha=0,5$), maka H_0 ditolak

BAB IV

HASIL DAN PEMBAHASAN

Dalam bab ini akan dijelaskan mengenai gambaran umum objek penelitian serta pembahasan hasil penelitian mengenai uji asumsi data dengan analisis Konvergensi Beta dan Sigma serta analisis kointegrasi *Johansen*. Objek penelitian ini adalah Indeks harga saham Indonesia, Indeks harga saham Malaysia, Indeks harga saham Filipina, Indeks harga saham Thailand, Indeks harga saham Singapura dan dua indeks *benchmark* yaitu indeks harga saham Jepang dan China. Dalam sub bab ini lebih lanjut akan menggambarkan variabel-variabel penelitian dengan lebih detail.

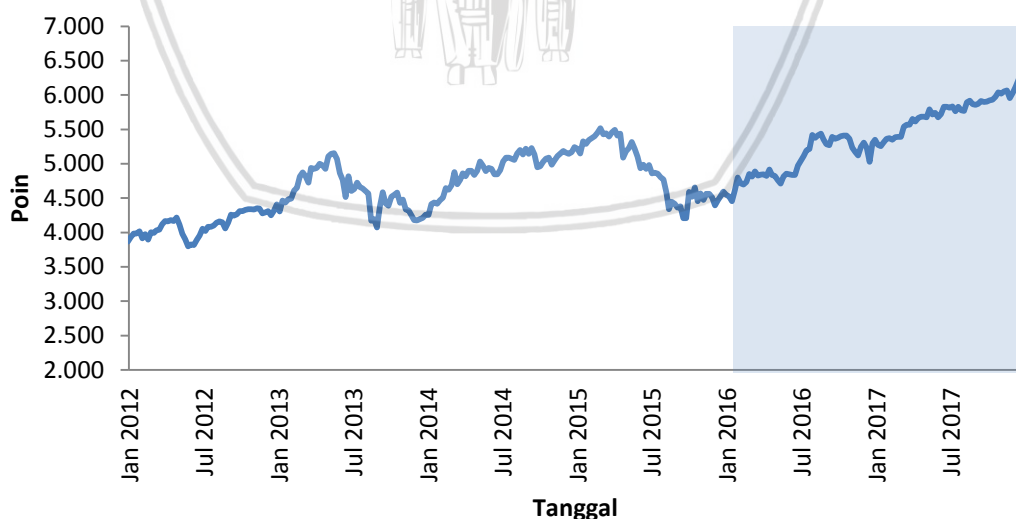
4.1 Perkembangan Indeks Harga Saham ASEAN-5 dan Negara *Benchmark*

Objek penelitian utama dalam penelitian ini adalah nilai indeks harga saham lima negara dengan kapitalisasi terbesar di ASEAN. Indeks harga saham tersebut adalah *Jakarta Composite Index* (JCI) untuk indeks harga saham Indonesia, *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE) untuk indeks harga saham Malaysia, *Philippine Stock Exchange* (PSE) untuk indeks harga saham Filipina, *Stock Exchange of Thailand* (SET) untuk indeks harga saham Thailand dan *Straits Time Index* (STI) untuk indeks harga saham Singapura. Dan pada penelitian ini juga menggunakan *benchmark* indeks sebagai patokan untuk menilai tingkat integrasi pasar saham di wilayah ASEAN. *Benchmark* indeks tersebut adalah *Nikkei 225* (N225) untuk indeks harga saham Jepang dan *Shanghai Stock Exchange* (SSE) untuk indeks harga saham China. Berikut penjelasan mengenai ke lima indeks harga saham tersebut.

4.1.1. Perkembangan Indeks Harga Saham Indonesia

Gambar 4.1 menunjukkan pergerakan *Jakarta Composite Index* (JCI) yang merupakan indeks harga saham gabungan Indonesia dari bulan Januari 2012 hingga Oktober 2017. Pergerakan IHSG terlihat cukup berfluktuasi namun tidak memiliki *gap* yang terlalu besar, nilai indeks JCI masih berkisar pada poin 4000 hingga 6000. Pada pertengahan tahun 2013, JCI mengalami tren penurunan dengan nilai indeks terendah hingga mencapai 4195,1 poin. Namun tren tersebut mulai berubah menjadi tren naik hingga bulan April 2015 dan mencapai nilai tertinggi pada poin 5518,7 poin. Dengan ekspektasi yang beragam dari para investor atas mulai diberlakukannya MEA di Januari 2016, pada bulan April 2015 hingga akhir tahun 2015 terlihat tren yang menurun dari JCI. Dan setelah diberlakukannya MEA per Januari 2016, indeks JCI terlihat menunjukkan tren perlahan-lahan terus naik hingga pada bulan Oktober 2017 mencapai nilai tertinggi yaitu sebesar 6355,7 poin.

Gambar 4.1: Pergerakan *Jakarta Composite Index* (JCI)

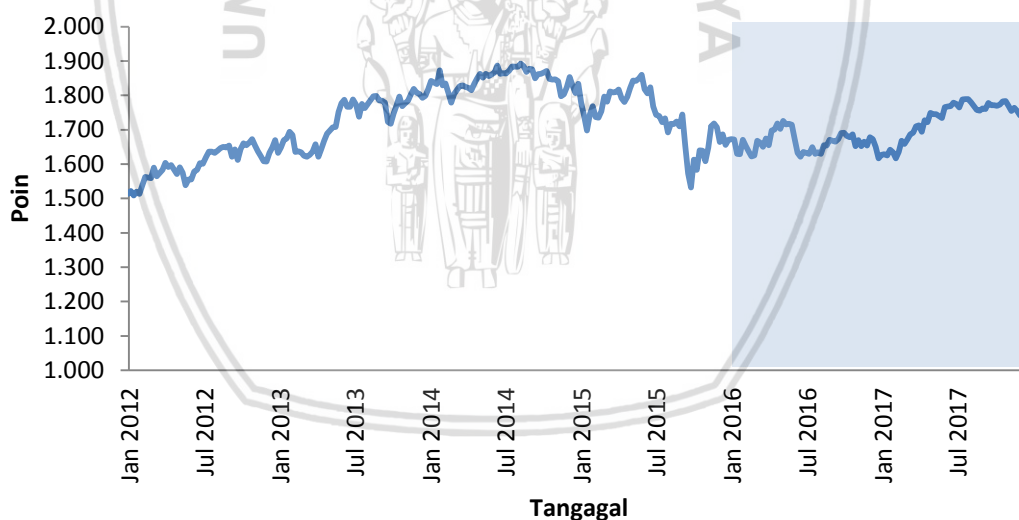


Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

4.1.2. Perkembangan Indeks Harga Saham Malaysia

Kuala Lumpur Stock Exchange (KLSE) merupakan indeks saham utama di Malaysia dan menjadi indeks saham yang digunakan dalam memproksikan indeks harga saham Malaysia dalam penelitian ini.. Gambar 4.2 menunjukkan pergerakan nilai KLSE dari bulan Januari 2012 hingga Oktober 2017. Berbeda dengan Indeks harga saham Indonesia, KLSE menunjukkan fluktuasi yang jauh lebih tinggi daripada Indonesia. Pada periode penelitian sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada bulan Januari 2013 hingga Desember 2015, KLSE sangat berfluktuatif. Poin tertinggi yang sempat dicapai oleh KLSE yaitu sebesar 1882,71 poin pada bulan Juli 2014 namun nilai tersebut berangsur-angsur turun dan mencapai poin terendah pada bulan Januari 2015.

Gambar 4.2: **Pergerakan *Kuala Lumpur Stock Exchange* (KLSE)**



Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

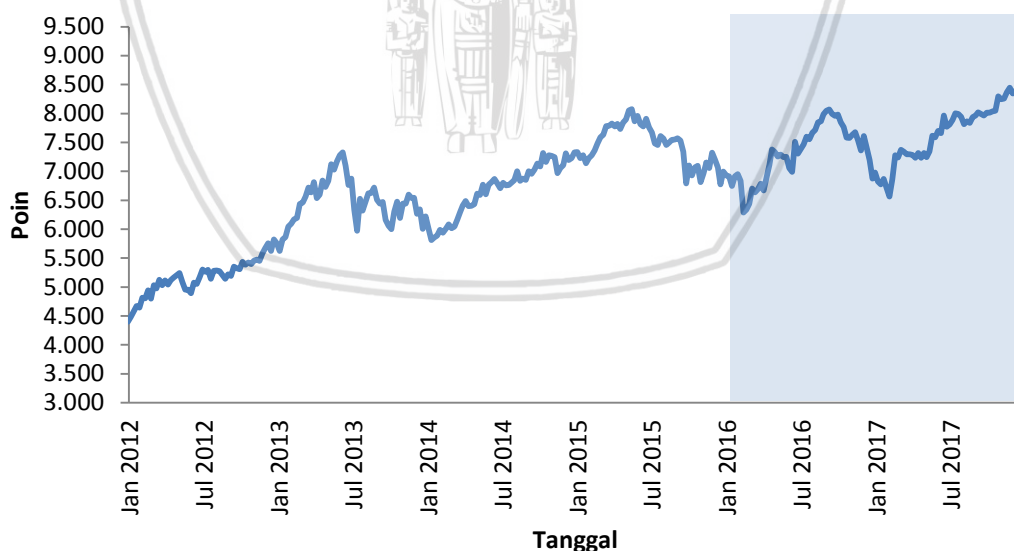
Pada tahun 2015 yang diawali dengan pencapaian poin terendah mulai berubah menjadi tren yang naik, hingga di bulan April 2015 sempat mencapai poin 1830,7 poin. Pada semester awal tahun 2015 nilai indeks turun drastis hingga pada bulan Juli 2015 mencapai poin terendah selama periode penelitian yaitu

sebesar 1.512,74 poin. Namun tidak seperti yang terjadi pada Indeks harga saham Indonesia yang mengalami tren yang terus naik setelah diberlakukannya MEA, pada awal bulan tahun 2016 KLSE sempat mengalami tren yang naik turun, hingga dibulan Oktober 2016 tren tersebut mulai konstan mengalami tren naik dan mencapai poin sebesar 1.768,06 pada bulan April 2017.

4.1.3. Perkembangan Indeks Harga Saham Filipina

Philippine Stock Exchange (PSE) merupakan indeks saham utama di Philipina yang terdiri dari 30 saham paling likuid dan kapitalisasi terbesar dalam bursa Philipina. Secara keseluruhan pada periode penelitian yaitu pada bulan Januari 2012 hingga bulan Desember 2017, PSE tidak menunjukkan fluktuasi yang terlalu ekstrim. Selama periode penelitian, nilai indeks terendah terjadi pada bulan Januari 2014 yaitu sebesar 5.889,83 dan nilai tertinggi mencapai 8.558,42 poin pada Desember 2017.

Gambar 4.3: Pergerakan *Philippine Stock Exchange* (PSE)



Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

Pada periode penelitian sebelum diberlakukannya MEA, yaitu pada awal periode penelitian pada bulan Januari 2012 hingga Januari 2014 indeks PSE

menunjukkan tren yang berfluktuasi dan akhirnya pada Januari 2014 PSE mencapai poin terendahnya yaitu mencapai 5.889,83. Namun tren tersebut berubah pada Februari 2014 hingga April 2015 indeks PSE yang menunjukkan tren yang naik hingga mencapai poin 7.940,49 poin. Di bulan Mei 2015 tren tersebut berubah arah menjadi tren menurun hingga bulan Desember 2015 dan setelah diberlakukannya MEA pada Januari 2016, tren indeks PSE mulai membaik menjadi tren naik hingga pada bulan Desember 2017 mencapai poin 8.5558,42.

4.1.4. Perkembangan Indeks Harga Saham Thailand

Stock Exchange of Thailand (SET) merupakan indeks saham utama di Thailand yang terdiri dari seluruh saham dalam bursa Thailand. Secara keseluruhan pada periode penelitian yaitu pada bulan Januari 2012 hingga bulan Desember 2017, SET tidak menunjukkan fluktuasi yang terlalu ekstrim. Selama periode penelitian, nilai indeks pada bulan Agustus 2013 yaitu sebesar 1.294,30 dan nilai tertinggi mencapai 1.753,71 poin pada Desember 2017.

Gambar 4.4: Pergerakan *Stock Exchange of Thailand* (SET)



Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
 Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

Diawal tahun 2013 yaitu pada bulan April 2013, SET sempat mencapai poin 1.597,86 lalu anjlok hingga poin 1.294,30 pada Desember 2013. Setelah periode tersebut hingga November 2014, SET mulai bergerak konstan dengan tren yang naik. Namun pada tahun 2015, tren tersebut berubah menjadi tren yang turun hingga bulan Januari 2016. Dan akhirnya pada periode penelitian setelah diberlakukannya MEA, indeks saham SET perlahan-lahan naik hingga pada bulan Desember 2017 mencapai poin tertinggi pada 1.753,71 poin.

4.1.5. Perkembangan Indeks Harga Saham Singapura

Gambar 4.5 menunjukkan pergerakan *Strait Time Index* (STI) yang merupakan indeks utama pada pasar saham Singapura dari bulan Januari 2012 hingga Desember 2017. Pada periode penelitian sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada bulan Januari 2013 hingga Desember 2015, STI cukup berfluktuatif. Poin tertinggi yang sempat dicapai oleh STI yaitu sebesar 3.447,01 poin pada bulan Maret 2015 namun nilai tersebut mencapai poin terendah pada bulan Januari 2016 yaitu sebesar 2.629,11 poin.

Gambar 4.5: Pergerakan *Strait Time Index* (STI)

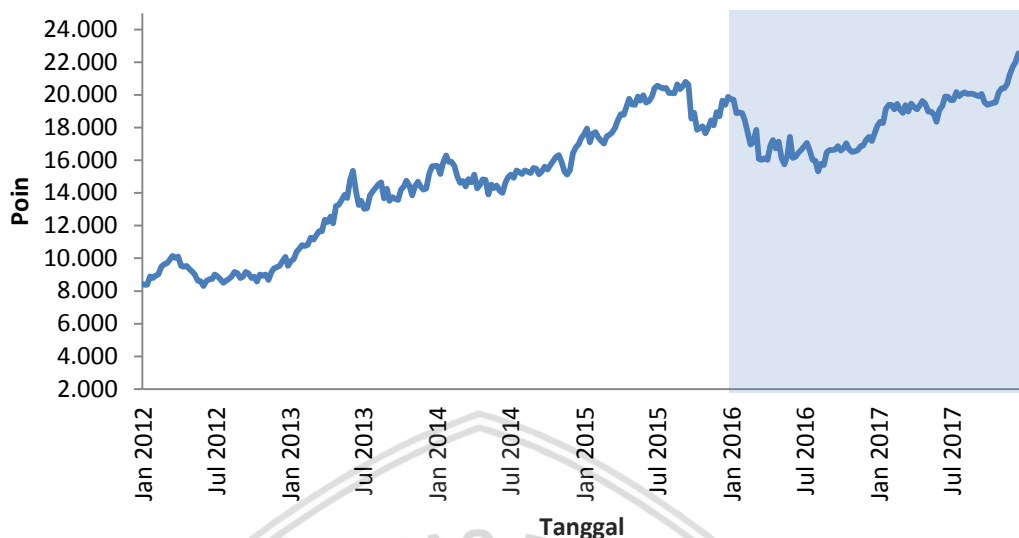


Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

Pada bulan April tahun 2013 dengan nilai mencapai 3.368,18 poin, STI menunjukkan tren yang turun hingga di bulan Juli nilai STI turun menjadi 3.028,94 poin. Pada awal tahun 2014 tepatnya mulai bulan Januari 2014, STI memiliki tren yang terus naik hingga pada Januari 2015 mencapai poin tertinggi sebesar 3.447,01 poin. Setelah melewati satu tahun dengan tren yang baik, STI mengalami penurunan yang drastis pada semester awal tahun 2015 dan anjlok hingga mencapai poin 2.629,11 pada Januari 2016. Sama seperti keempat indeks saham ASEAN lainnya, tren naik mulai terjadi setelah diberlakukannya MEA dan hingga bulan Desember 2017 indeks STI mencapai 3.402,92 poin dan diprediksi akan terus naik.

4.1.6. Perkembangan Indeks Harga Saham Jepang

Nikkei 225 (N225) merupakan indeks saham utama dalam menilai kinerja pasar saham Jepang dan merupakan salah satu indeks utama dalam penilaian pasar saham Asia. Pada periode penelitian dari bulan Januari 2012 hingga Desember 2017, selama bulan Januari 2012, *Nikkei 225* memiliki poin tertinggi mencapai 11.559,36 poin dan hingga bulan Desember 2017 secara keseluruhan memiliki tren yang naik dan mencapai nilai 22.764,94 poin pada akhir tahun 2017. Pada bulan April 2014 hingga bulan April 2015, *Nikkei 225* mengalami tren yang sangat baik yaitu tren naik hingga mencapai nilai 20.563,15 poin pada bulan Mei 2015. Setelah bulan Mei 2015, tren tersebut berbalik arah menjadi tren turun, tren ini masih terjadi setelah diberlakukannya MEA. Pada awal tahun 2016 *Nikkei* mencapai poin terendah pada bulan Juni 2016, setelah itu N225 mulai menunjukkan tren yang terus naik hingga akhir periode penelitian dan mencapai poin tertinggi yaitu sebesar 22.764,94 poin.

Gambar 4.6: **Pergerakan Nikkei 225 (N225)**

Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
 Sumber : Data diolah Bank of Thailand, 2018

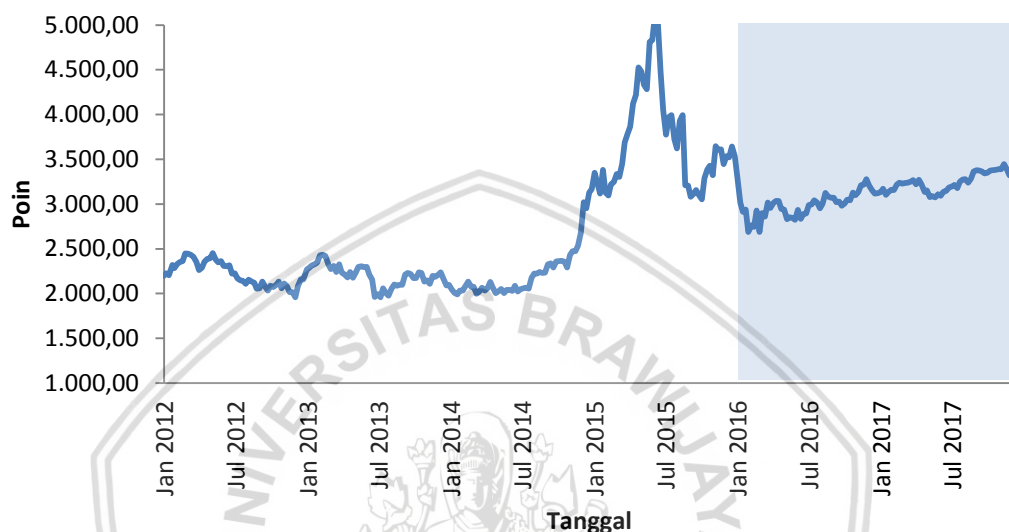
4.1.7. Perkembangan Indeks Harga Saham China

Shanghai Stock Exchange (SSE) merupakan indeks saham utama dalam menilai kinerja pasar saham China. SSE juga merupakan salah satu indeks utama dalam penilaian pasar saham Asia. Salah satu alasan penggunaan indeks ini menjadi *benchmark* indeks adalah pertimbangan hubungan kerjasama antara China dan negara-negara ASEAN yang telah lama dilakukan serta merupakan indeks terbesar dunia yang memiliki letak terdekat dengan wilayah ASEAN. Pada gambar 4.7 disajikan pergerakan indeks harga saham China yaitu *Shanghai Stock Exchange (SSE)*.

Pada periode penelitian sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada bulan Januari 2012 hingga Mei 2015, SSE menunjukkan pergerakan yang sangat baik. Pada bulan Juli 2013, SSE sempat mengalami tren penurunan dan hanya memiliki nilai sebesar 2.098,38 poin. Namun setelah bulan Desember 2013, SSE mengalami tren yang naik tanpa adanya penurunan tren hingga bulan Mei 2015 dan mencapai nilai sebesar 4.611,74 poin. Pada semester kedua tahun 2015,

SSE mengalami tren penurunan hingga saat dimulainya pemberlakuan MEA yaitu pada Januari 2016, SSE hanya memiliki nilai sebesar 2.737,60 poin dan setelah itu dibulan Februari 2016 hingga bulan Desember 2017 indeks SSE mulai menunjukkan tren yang naik dan semakin baik.

Gambar 4.7: **Pergerakan Shanghai Stock Exchange (SSE)**



Ket : Area yang berbayang menunjukkan periode telah diberlakukannya MEA
 Sumber : Data diolah Yahoo Finance, 2018

4.2. Hasil Estimasi dan Pembahasan

4.2.1 Hasil Estimasi Konvergensi dan Pembahasan

Dalam penelitian ini konsep konvergensi yang digunakan adalah konvergensi menurut Bernard dan Durlauf (1996), dimana konvergensi merupakan kondisi ketika dua negara atau lebih dengan preferensi dan teknologi yang sama namun memiliki faktor produksi awal yang berbeda secara asimtotik memiliki pertumbuhan ekonomi yang sama. Atau dengan kata lain, konvergensi adalah kondisi yang semakin mirip antara dua atau lebih negara yang berbeda. Sehingga dalam penelitian ini, perhitungan konvergensi indeks harga saham dapat dijelaskan sebagai adanya pergerakan pasar modal dari tiap negara yang menjadi semakin mirip. Kemiripan pergerakan indeks harga saham tersebut bukan dalam kesamaan presentase yang ditetapkan namun berdasarkan pada

adanya interaksi saling respon dari pergerakan indeks harga saham di satu negara terhadap negara lainnya, sehingga hubungan interaksi tersebut menunjukkan adanya integrasi.

Regresi data *time series* dan perhitungan standar deviasi dilakukan guna untuk mendapatkan nilai konvergensi yang selanjutnya secara keseluruhan digunakan untuk menganalisa kecepatan konvergensi melalui perhitungan konvergensi beta (β) dan tingkat integrasi melalui perhitungan konvergensi sigma (σ) pada setiap negara yang berada di region yang sama yaitu pada negara ASEAN-5 dan dengan negara *benchmark* Jepang dan Cina.

4.2.1.1. Hasil Estimasi Konvergensi Beta (β)

Dalam penelitian ini, pasar saham Jepang dipilih menjadi negara *benchmark* pertama karena merupakan negara yang memiliki investasi terbesar kepada ASEAN. Pada pengujian konvergensi beta (β), fokus utama adalah untuk melihat seberapa besar kecepatan integrasi suatu negara terhadap *benchmark* adalah dengan melihat nilai koefisien beta (β) dari hasil perhitungan regresi pada tiap negara untuk setiap sub-periode.

Tabel 4.1: Hasil Pengujian Koefisien Beta (β) Masing-masing Negara ASEAN-5 dengan *Benchmark* Jepang

Variabel Indeks	Full Periode (2012-2017)	Periode Sebelum MEA (2012-2015)	Periode Setelah MEA (2016-2017)
Indonesia	-1.003643*	-0.997571*	-1.022124*
Malaysia	-1.010456*	-0.986699*	-1.066448*
Filipina	-1.040423*	-1.014470*	-1.095867*
Thailand	-1.061678*	-1.083589*	-1.013250*
Singapura	-1.083529*	-1.088877*	-1.077442*

Ket: * = signifikan pada alpha 1%

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Pada tabel 4.1 menunjukkan koefisien beta (β) untuk setiap negara terhadap *benchmark*, Jepang. Dengan hasil perhitungan untuk keseluruhan periode yang diteliti, hasil perhitungan regresi menunjukkan koefisien beta (β) semua negara adalah negatif, bernilai mendekati -1 dan lolos uji koefisien wald yang menyatakan bahwa semua koefisien beta tidak berbeda dengan minus satu. Untuk lebih lanjut hasil pengujian wald dapat dilihat pada lampiran 1. Sehingga dengan hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat konvergensi pada setiap negara ASEAN-5 terhadap *benchmark* Jepang. Koefisien beta (β) yang menunjukkan nilai mendekati minus satu mengindikasikan bahwa konvergensi yang terjadi termasuk sangat cepat. Secara keseluruhan pada penelitian full periode, Indonesia, Malaysia dan Filipina adalah negara-negara yang hampir mencapai kecepatan konvergensi terbaik, yang mengindikasikan bahwa ketiga negara tersebut terintegrasi lebih cepat dengan Jepang dari pada Thailand dan Singapura. Pada saat sebelum diberlakukannya MEA, Indonesia, Malaysia, dan Filipina menunjukkan kecepatan konvergensi tercepat lalu diikuti oleh Singapura dan Thailand. Dan setelah diberlakukannya MEA dengan hasil tersebut, Thailand menjadi negara dengan kecepatan konvergensi tercepat dan diikuti oleh Indonesia yang mengindikasikan bahwa kedua negara tersebut terintegrasi lebih cepat dengan Jepang. Setelah itu diikuti oleh Malaysia, Singapura dan Filipina

Setelah menggunakan Jepang menjadi *benchmark* selanjutnya dilakukan pengujian konvergensi beta (β) antara pasar saham ASEAN-5 dengan China. Menurut penelitian Chien, dkk (2015), Pasar China memiliki pengaruh yang besar terhadap kelima pasar ASEAN serta memiliki hubungan saling terintegrasi. China dipilih sebagai negara *benchmark* juga atas pertimbangan atas pemberlakuan perjanjian perdagangan bebas antara ASEAN dan China yang lebih dikenal

dengan ASEAN China Free Trade Agreement (ACFTA) telah dimulai pada 1 Januari 2010 yang secara langsung maupun tidak akan mempengaruhi pergerakan modal di negara ASEAN-5.

Tabel 4.2: Hasil Pengujian Koefisien Beta (β) Masing-masing Negara ASEAN-5 dengan *Benchmark* China

Variabel Indeks	Full Periode (2012-2017)	Periode Sebelum MEA (2012-2015)	Periode Setelah MEA (2016-2017)
Indonesia	-0.962883*	-0.968430*	-0.949944*
Malaysia	-0.966099*	-0.952402*	-1.048382*
Filipina	-0.982027*	-0.978896*	-0.996600*
Thailand	-0.990917*	-1.002180*	-0.948845*
Singapura	-0.989358*	-0.965460*	-1.103733*

Ket: * = signifikan pada alpha 1%

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Pada tabel 4.2 menunjukkan koefisien beta (β) untuk setiap negara ASEAN-5 terhadap *benchmark*, yaitu China. Dengan hasil perhitungan untuk keseluruhan periode yang diteliti, hasil perhitungan regresi menunjukkan koefisien beta (β) semua negara adalah negatif, bernilai mendekati -1 dan lolos uji koefisien wald yang menyatakan bahwa semua koefisien beta tidak berbeda dengan minus satu. Untuk lebih lanjut hasil pengujian wald dapat dilihat pada lampiran 1. Sehingga dengan hasil tersebut menunjukkan bahwa terdapat konvergensi pada setiap negara terhadap *benchmark*. Koefisien beta (β) yang menunjukkan nilai mendekati minus satu mengindikasikan bahwa konvergensi yang terjadi termasuk sangat cepat. Secara keseluruhan pada penelitian full periode, Singapura, Thailand dan Filipina adalah negara-negara yang hampir mencapai kecepatan konvergensi maksimum, yang mengindikasikan bahwa ketiga negara tersebut terintegrasi lebih cepat dengan China dari pada Indonesia dan Malaysia. Sebelum diberlakukannya MEA, Thailand dan Filipina

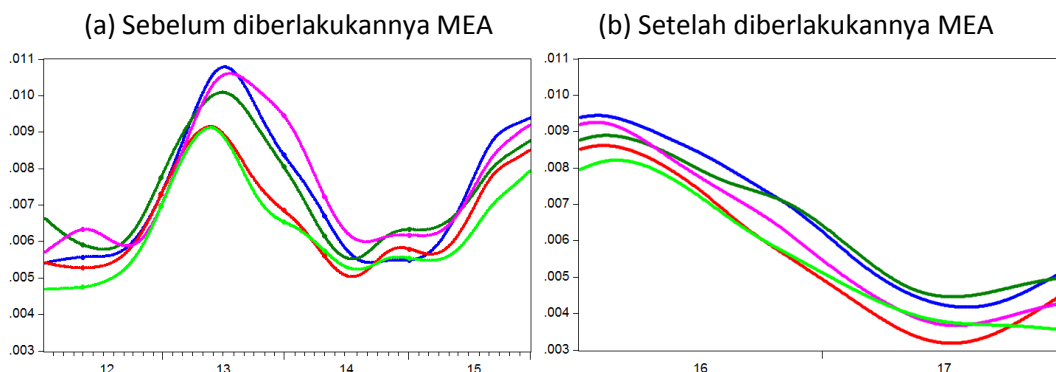
menunjukkan kecepatan konvergensi tercepat lalu diikuti oleh Indonesia, Singapura dan Malaysia. Dan setelah diberlakukannya MEA Filipina tetap menjadi negara dengan kecepatan konvergensi tercepat dan diikuti oleh Malaysia yang mengindikasikan bahwa kedua negara tersebut terintegrasi lebih cepat dengan China.

4.2.1.2. Hasil Estimasi Konvergensi Sigma (σ)

Pada penelitian ini, pengujian konvergensi sigma (σ) dihitung untuk setiap indeks harga saham negara ASEAN-5 dengan negara *benchmark*. Hal tersebut dilakukan dengan maksud untuk mendapatkan hasil grafik dan analisa yang lebih mendalam. Selanjutnya, dalam penelitian ini digunakan Hodrick-Prescott filter untuk mendapatkan representasi kurva yang lebih halus dari data time series yang memiliki sensitifitas tinggi terhadap jangka panjang daripada fluktuasi jangka pendek. Dengan cara ini, nantinya diharapkan dapat melihat tren sigma (σ) yang berfluktuasi (Babecký dkk, 2012). Karena menggunakan data yang berbasis harian, maka normalisasi Hodrick-Prescott filter yang digunakan dalam penelitian ini adalah dengan $\lambda=6,250,000$ ($100*250^2$).

Yang pertama akan dilakukan penghitungan konvergensi sigma (σ) antara indeks saham ASEAN-5 dengan indeks *benchmark* Jepang. Gambar 4.8 menunjukkan hasil perhitungan konvergensi sigma (σ) setiap negara ASEAN-5 dengan *benchmark* indeks Jepang pada periode sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada tahun 2012 hingga tahun 2015 dan setelah diberlakukannya MEA yaitu pada tahun 2016 hingga tahun 2017.

Gambar 4.8: **Pergerakan Konvergensi Sigma (σ) ASEAN-5 dengan Benchmark Jepang**



Keterangan: — Indonesia; — Malaysia; — Filipina; — Thailand; — Singapura
 Nilai tren diperoleh menggunakan H-P filter dengan parameter $\lambda=6.250.000$
 Sumber : Data diolah Penulis, 2018

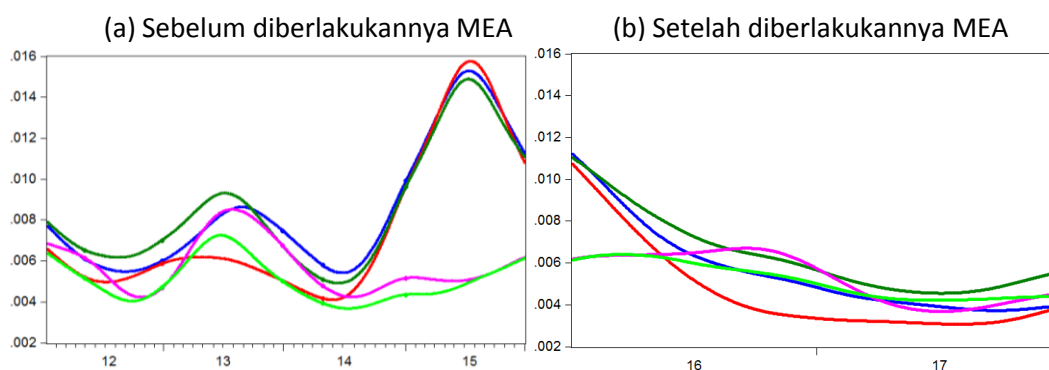
Pertama, dapat dianalisa bahwa pasar saham negara ASEAN-5 memiliki dinamika pergerakan yang hampir sama. Dari grafik (a) pada gambar 4.8 yaitu sebelum diberlakukannya MEA dapat dilihat terdapat fluktuasi dispersi yang cukup tinggi. Terdapat sebuah peningkatan dispersi pada tahun 2013, lalu diikuti oleh tren konvergensi yang berlangsung hingga pertengahan tahun 2014. Namun, pada tahun 2015 kembali terdapat peningkatan dispersi yang cukup tajam. Setelah diberlakukannya MEA pada awal tahun 2016 dapat dilihat pada grafik (b) gambar 4.8, tren yang terjadi sebelumnya terkoreksi kembali menuju konvergensi dan tren konvergensi tersebut berlangsung hingga akhir tahun 2017.

Perbandingan grafik (a) dan (b) pada gambar 4.8 menunjukkan nilai konvergensi sigma pada akhir sampel periode yang menurun. Pasar saham ASEAN-5 pada akhir sampel periode sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada Desember 2015 menunjukkan dispersi terendah terjadi pada Singapura (0,0079) dan Malaysia (0,0085) lalu diikuti oleh Filipina (0,0088), Thailand (0,0092). Dan Indonesia (0,0094). Sedangkan pada akhir periode penelitian yaitu periode setelah diberlakukannya MEA terjadi dispersi yang jauh lebih rendah secara keseluruhan antara negara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang. Setelah

diberlakukannya MEA, dispersi terendah terjadi pada pasar saham Singapura (0,0036) dan Thailand (0,0043) lalu diikuti oleh Malaysia (0,0045) Filipina (0,0050), dan Indonesia (0,0052). Dengan hasil perhitungan yang menunjukkan nilai konvergensi sigma (σ) yang semakin mendekati nilai maksimum atau nol setelah diberlakukannya MEA maka dapat disimpulkan bahwa terjadi peningkatan tingkat integrasi pada pasar saham ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang.

Pengujian selanjutnya dilakukan dengan menggunakan *benchmark* indeks China. Pertama, dapat dianalisa bahwa pasar saham negara ASEAN-5 memiliki dinamika pergerakan yang hampir sama. Dari grafik (a) pada gambar 4.9 yaitu sebelum diberlakukannya MEA dapat dilihat terdapat fluktuasi dispersi yang cukup tinggi. Terdapat sebuah peningkatan dispersi pada tahun 2013, lalu diikuti oleh tren konvergensi yang berlangsung hingga pertengahan tahun 2014. Setelah mengalami tren konvergensi yang cukup rendah, tren kembali meningkat pada pertengahan tahun 2014 dan puncaknya terjadi pada pertengahan tahun 2015. Hanya indeks saham saham Indonesia, Malaysia dan Filipina yang mengalami peningkatan dispersi yang cukup tajam, tidak diikuti oleh indeks harga saham Thailand dan Singapura.

Gambar 4.9: **Pergerakan Konvergensi Sigma (σ) ASEAN-5 dengan *Benchmark* China**



Nilai tren diperoleh menggunakan H-P filter dengan parameter $\lambda=6.250.000$

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Setelah diberlakukannya MEA pada awal tahun 2016 dapat dilihat pada grafik (b) gambar 4.9, tren yang terjadi sebelumnya terkoreksi kembali menuju konvergensi. Pada akhir tahun 2016 terlihat bahwa indeks harga saham Thailand dan Singapura mengalami peningkatan dispersi namun tetap berada rata-rata nilai sigma (σ) ketiga indeks harga saham negara lainnya. Dan tren konvergensi tersebut berlangsung hingga akhir tahun 2017.

Perbandingan grafik (a) dan (b) pada gambar 4.9 menunjukkan nilai konvergensi sigma pada akhir sampel periode yang menurun. Pasar saham ASEAN-5 pada akhir sampel periode sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada Desember 2015 menunjukkan dispersi terendah terjadi pada Singapura (0,0061) dan Thailand (0,0061). lalu diikuti oleh Malaysia (0,0107) Filipina (0,0117), Dan Indonesia (0,0112). Sedangkan pada akhir periode penelitian yaitu periode setelah diberlakukannya MEA terjadi dispersi yang jauh lebih rendah secara keseluruhan antara negara ASEAN-5 dengan *benchmark* China. Setelah diberlakukannya MEA pada tahun 2016, dispersi terendah terjadi pada pasar saham Malaysia (0,0039) dan Indonesia (0,0039) lalu diikuti oleh Singapura (0,0044), Thailand (0,0045) dan Filipina (0,0055). Dengan hasil perhitungan yang menunjukkan nilai konvergensi sigma (σ) yang semakin mendekati nilai maksimum atau nol setelah diberlakukannya MEA maka dapat disimpulkan bahwa terjadi peningkatan tingkat integrasi pada pasar saham ASEAN-5 dengan *benchmark* China.

Metode konvergensi beta (β) dan konvergensi sigma (σ) harus dilakukan bersama-sama untuk menganalisa kondisi integrasi suatu kawasan. Hasil pengujian konvergensi beta (β) menunjukkan sebesar besar kecepatan konvergensi yang terjadi disuatu kawasan sedangkan konvergensi sigma (σ) menunjukkan tingkat integrasi yang terjadi disuatu kawasan. Dengan mengambil objek penelitian indeks harga saham negara ASEAN-5 dengan *benchmark*

Jepang dan China, maka analisa dari hasil pengujian konvergensi adalah sebagai berikut.

Hasil pengujian konvergensi beta (β) antara pasar saham negara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang sebelum dan sesudah diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) menunjukkan konvergensi berorientasi menuju tingkat kecepatan maksimal. Perubahan nilai koefisien beta dari subperiode sebelum dan setelah diberlakukannya MEA tidak menunjukkan suatu pola sistematis yang teridentifikasi namun nilai koefisien tetap berada pada klasifikasi konvergensi beta (β) maksimal. Hasil pengujian konvergensi sigma (σ) antara indeks harga saham negara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang juga menunjukkan hasil yang sejalan dengan konvergensi beta (β), yaitu terjadi penurunan tren yang mendekati nilai nol dan mengindikasikan terdapat peningkatan integrasi menuju tingkat integrasi penuh. Pada saat sebelum diberlakukan MEA, konvergensi sigma menunjukkan tren yang berfluktuatif namun setelah diberlakukannya MEA tren tersebut semakin mengarah kearah penurunan mendekati nol. Dari hasil pengujian konvergensi sigma (σ) pada sebelum diberlakukannya MEA yaitu tahun 2015, dispersi dari konvergensi berkisar antara 0,0079 hingga 0,0094 poin dan setelah diberlakukannya MEA pada tahun 2016 nilai konvergensi sigma menurun yaitu berkisar antara 0,0036 hingga 0,0052 poin untuk kelima negara ASEAN.

Hasil pengujian konvergensi beta (β) antara pasar saham ASEAN-5 dengan *benchmark* China sebelum dan sesudah diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) menunjukkan nilai rata-rata yang sedikit lebih rendah dari minus satu namun tetap tergolong menuju tingkat kecepatan maksimal. Perubahan nilai koefisien beta dari subperiode sebelum dan setelah diberlakukannya MEA tidak menunjukkan suatu pola sistematis yang teridentifikasi namun nilai

koefisien tetap berada pada klasifikasi konvergensi beta (β) maksimal. Hasil pengujian konvergensi sigma (σ) antara indeks harga saham negara ASEAN-5 dengan *benchmark* China menunjukkan hasil yang sejalan dengan konvergensi beta (β), yaitu terjadi penurunan tren yang mendekati nilai nol dan mengindikasikan terdapat peningkatan integrasi menuju tingkat integrasi penuh. Pada saat sebelum diberlakukan MEA, konvergensi sigma menunjukkan tren yang berfluktuatif namun setelah diberlakukannya MEA tren tersebut semakin mengarah ke arah penurunan mendekati nol. Dari hasil pengujian konvergensi sigma (σ) pada sebelum diberlakukannya MEA yaitu tahun 2015, dispersi dari konvergensi sedikit lebih tinggi dari pada ketika menggunakan *benchmark* Jepang yaitu berkisar antara 0,0061 hingga 0,0112 poin dan setelah diberlakukannya MEA pada tahun 2016 nilai konvergensi sigma menurun yaitu berkisar antara 0,0039 hingga 0,0055 poin untuk kelima negara ASEAN. Temuan ini sejalan dengan hasil perhitungan dengan metode yang sama oleh Rizavani, dkk (2011) pada pasar saham nasional antara China dan ekonomi Asia lainnya.

Hasil pengujian konvergensi beta (β) dan konvergensi sigma (σ) menunjukkan hasil yang searah, mengindikasikan bahwa terdapat peningkatan integrasi yang cepat, baik diantara kelima pasar modal ASEAN-5 ketika menggunakan indeks *benchmark* Jepang maupun China, hasil tersebut didukung dengan beberapa literatur lainnya yang menggunakan pendekatan konvergensi diantara pasar di wilayah yang sama dan sebagian besar melaporkan bahwa terdapat integrasi antar pasar. Hal ini sesuai dengan hasil penelitian Espinoza, dkk (2011) yang mengevaluasi kerjasama antar wilayah di Teluk Arab dan Babetskii, dkk (2007) yang memeriksa tingkat integrasi setelah perluasan wilayah Uni Eropa menemukan adanya konvergensi di wilayah Uni Eropa dan hasil penelitian ini juga didukung oleh Park, C. N. (2013) yang mempelajari Asia dan

ASEAN antara tahun 1993 hingga 2011 dan menemukan adanya konvergensi yang cepat dan tingkat integrasi yang baik di wilayah ASEAN.

4.2.2. Hasil Estimasi Kointegrasi dan Pembahasan

4.2.2.1. Uji Stasioneritas

Suatu data dikatakan stasioner apabila, rata-rata dan varians yang terdapat pada data *time series* tidak mengalami perubahan secara sistematis sepanjang waktu atau nilai rata-rata data tersebut konstan sepanjang waktu. Dalam penelitian ini menggunakan metode *Augmented Dickey Fuller (ADF Test)* dengan melihat nilai probabilitas dari hasil pengujian masing-masing variabel untuk menentukan apakah data stasioner atau tidak. Dalam penelitian ini tingkat *alpha* yang digunakan adalah 5 persen, maka apabila nilai probabilitasnya kurang dari 5 persen (0,05) maka data tersebut dinyatakan *stasioner*. Hasil uji stasioneritas lebih jelasnya dapat dilihat pada lampiran 2 dalam tabel hasil uji stasioneritas.

Hasil uji stasioneritas untuk variabel Indeks harga saham Indonesia, Malaysia, Filipina, Thailand dan Singapura serta indeks harga saham Jepang dan China pada full periode penelitian yaitu dari 3 Januari 2012 hingga 29 Desember 2017, sebelum diberlakukannya MEA dan sesudah diberlakukannya MEA menunjukkan, variabel memiliki probabilitas melebihi 0,05 sehingga dapat disimpulkan bahwa data tidak stasioner pada tingkat level. Selanjutnya untuk semua variabel dilakukan pengujian differensiasi pada tingkat *first difference* untuk mengetahui tingkat stasioneritasnya. Dan hasil pengujian tingkat *first difference* menunjukkan semua variabel penelitian terkointegrasi pada derajat pertama, atau dapat dituliskan $[I(1)]$.

4.2.2.2. Pengujian Lag Optimum

Setelah menguji nilai stasioneritas masing-masing variabel dengan masing-masing sub periode, selanjutnya adalah tahap menentukan nilai lag optimum.

Tahap pertama yang dilakukan dengan melihat panjang lag optimum sistem VAR yang stabil, sistem VAR stabil jika seluruh seluruh *roots* memiliki modulus lebih kecil dari satu, karena nilai modulus yang lebih besar dari satu menunjukkan adanya ketidakstabilan. Dari pengujian stabilitas VAR, semua sub-periode menunjukka *lag specification* berada pada lag 2 (panjangnya lag) dengan nilai modulus yang lebih kecil dari satu sehingga berada pada sistem VAR yang stabil. Maka dari itu, pemilihan *lag specification* pada tahap selanjutnya tidak boleh melebihi lag 2 untuk mendapatkan stabilitas VAR yang terpenuhi.

Setelah tingkat stabilitas sudah diketahui, selanjutnya untuk menentukan nilai lag optimum, pada penelitian ini menggunakan kriteria informasi dengan menggunakan metode *Akaike Information Criterion* (AIC), *Schwarz Criterion* (SC) dan *Hannan-Quinn* (HQ). Lag optimum tersebut dapat diketahui melalui hasil pengujian dengan menggunakan EViews 9 yang merekomendasikan *lag optimal* pada model VAR. Untuk lebih jelasnya, hasil uji lag optimum dapat dilihat pada lampiran 3 dalam tabel hasil pengujian lag optimum. Lag optimum pada full periode antara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang adalah kriteria AIC menunjukkan pada lag dua, kriteria SC menunjukkan pada lag satu, dan kriteria HQ menunjukkan pada lag dua, sehingga diambil kesimpulan lag optimum berada pada lag satu. Lag optimum pada full periode antara ASEAN-5 dengan *benchmark* China adalah kriteria AIC menunjukkan pada lag dua, kriteria SC menunjukkan pada lag satu, dan kriteria HQ menunjukkan pada lag satu, sehingga diambil kesimpulan lag optimum berada pada lag satu.

Lag optimum pada periode sebelum diberlakukannya MEA antara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang adalah kriteria AIC menunjukkan pada lag dua, kriteria SC menunjukkan pada lag satu, dan kriteria HQ menunjukkan pada lag satu, sehingga diambil kesimpulan lag optimum berada pada lag satu. Lag optimum pada periode sebelum diberlakukannya MEA antara ASEAN-5 dengan

benchmark China adalah kriteria AIC menunjukkan pada lag dua, kriteria SC menunjukkan pada lag satu, dan kriteria HQ menunjukkan pada lag satu, sehingga diambil kesimpulan lag optimum berada pada lag satu.

Lag optimum pada periode sesudah diberlakukannya MEA antara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang adalah kriteria AIC menunjukkan pada lag satu, kriteria SC menunjukkan pada lag satu, dan kriteria HQ menunjukkan pada lag satu, sehingga diambil kesimpulan lag optimum berada pada lag satu. Lag optimum pada periode sesudah diberlakukannya MEA antara ASEAN-5 dengan *benchmark* China adalah kriteria AIC menunjukkan pada lag satu, kriteria SC menunjukkan pada lag satu, dan kriteria HQ menunjukkan pada lag satu, sehingga diambil kesimpulan lag optimum berada pada lag satu.

4.2.2.3. Hasil Estimasi Kointegrasi *Johansen*

Berdasarkan tabel 4.3, pada seluruh periode penelitian dapat dilihat bahwa nilai *trance statistic* dan *maximum eigen value* pada $r = 0$ lebih kecil dari *critical value* dengan signifikansi 5%. Sehingga dapat dijelaskan bahwa dalam taraf uji 5 persen (0,05), tidak terdapat variabel yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai *trance statistic* 93.29520 lebih kecil dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 95.75366 dan nilai *max-eigen value* 35.32965 lebih kecil dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 40.07757, sehingga dapat diartikan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi tidak dapat ditolak. Berdasarkan analisis ekonometrik tabel 4.3 dapat dilihat bahwa diantara keenam variabel dalam penelitian ini, yaitu antara indeks harga saham negara ASEAN-5 dan Jepang selama periode penuh penelitian tidak terdapat kointegrasi jangka panjang yang terjadi.

Tabel 4.3: Hasil Pengujian Kointegrasi *Johansen Test* Antara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang pada Full Periode (2012 – 2017)

Hipotesis		Trace statistic	Critical value		Max-Eigen value	Critical value	
H_0	H_1		5%	Prob		5%	Prob
$r=0$	$r=0$	83.91361	95.75366	0.2461	29.31229	40.07757	0.4699
$r \leq 1$	$r=1$	54.60133	69.81889	0.4358	22.28586	33.87687	0.5855
$r \leq 2$	$r=2$	32.31547	47.85613	0.5948	14.55865	27.58434	0.7822
$r \leq 3$	$r=3$	17.75681	29.79707	0.5841	9.554841	21.13162	0.7853
$r \leq 4$	$r=4$	8.201973	15.49471	0.4441	7.123308	14.26460	0.4747
$r \leq 5$	$r=5$	1.078664	3.841466	0.2990	1.078664	3.841466	0.2990

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Berdasarkan tabel 4.4, pada periode penelitian sebelum diberlakukannya MEA, dapat dilihat bahwa nilai *trace statistic* dan *maximum eigen value* pada $r = 0$ lebih besar dari *critical value* dengan signifikansi 5%. Sehingga dapat dijelaskan bahwa, terdapat satu *rank* vektor yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai *trace statistic* 112.2161 lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 95.75366 dan nilai *max-eigen value* 50.98459 lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 40.07757, sehingga dapat diartikan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi ditolak. Sehingga terbukti terdapat hubungan kointegrasi jangka panjang antara ASEAN-5 dan Jepang pada periode sebelum diberlakukannya MEA.

Tabel 4.4: Hasil Pengujian Kointegrasi *Johansen Test* Antara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang Periode Sebelum diberlakukannya MEA (2012 – 2015)

Hipotesis		Trace statistic	Critical value		Max-Eigen value	Critical value	
H_0	H_1		5%	Prob		5%	Prob
$r=0$	$r=0$	112.2161	95.75366	0.0023	50.98459	40.07757	0.0020
$r \leq 1$	$r=1$	61.23153	69.81889	0.1995	26.71356	33.87687	0.2790
$r \leq 2$	$r=2$	34.51797	47.85613	0.4737	15.42218	27.58434	0.7141
$r \leq 3$	$r=3$	19.09579	29.79707	0.4860	8.890687	21.13162	0.8411
$r \leq 4$	$r=4$	10.20511	15.49471	0.2653	5.921430	14.26460	0.6233
$r \leq 5$	$r=5$	4.283677	3.841466	0.0385	4.283677	3.841466	0.0385

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Berdasarkan tabel 4.5, pada seluruh periode penelitian setelah diberlakukannya MEA, dapat dilihat bahwa nilai *trance statistic* dan *maximum eigen value* pada $r = 0$ lebih kecil dari *critical value* dengan signifikansi 5%. Sehingga dapat dijelaskan bahwa dalam taraf uji 5 persen (0,05), tidak terdapat variabel yang memiliki hubungan kointegrasi.

Tabel 4.5: Hasil Pengujian Kointegrasi *Johansen Test* Antara ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang Periode Sesudah diberlakukannya MEA (2015 – 2017)

Hipotesis		Trace statistic	Critical value		Max-Eigen value	Critical value	
H_0	H_1		5%	Prob		5%	Prob
$r=0$	$r=0$	71.44658	95.75366	0.6730	29.59389	40.07757	0.4508
$r \leq 1$	$r=1$	41.85269	69.81889	0.9143	19.60581	33.87687	0.7834
$r \leq 2$	$r=2$	22.24688	47.85613	0.9718	10.49544	27.58434	0.9767
$r \leq 3$	$r=3$	11.75144	29.79707	0.9402	6.678855	21.13162	0.9654
$r \leq 4$	$r=4$	5.072582	15.49471	0.8011	4.298479	14.26460	0.8266
$r \leq 5$	$r=5$	0.774103	3.841466	0.3789	0.774103	3.841466	0.3789

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai *trance statistic* 71.44658 lebih kecil dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 95.75366 dan nilai *max-eigen value* 29.59389 lebih kecil dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 40.07757, sehingga dapat diartikan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi tidak dapat ditolak. Berdasarkan analisis ekonometrik tabel 4.5 dapat dilihat bahwa antara indeks harga saham negara ASEAN-5 dan Jepang selama periode setelah diberlakukannya MEA tidak terdapat kointegrasi jangka panjang yang terjadi.

Setelah menguji hubungan kointegrasi antara indeks saham ASEAN-5 dengan *benchmark* Jepang, selanjutnya akan diuji hubungan kointegrasi antara indeks saham ASEAN-5 dengan *benchmark* China. Berdasarkan tabel 4.6, pada seluruh periode penelitian yaitu pada sebelum dan setelah diberlakukannya MEA, dapat dilihat bahwa nilai *trance statistic* dan *maximum eigen value* pada $r = 0$ lebih kecil dari *critical value* dengan signifikansi 5%. Sehingga dapat dijelaskan

bahwa dalam taraf uji 5 persen (0,05), tidak terdapat variabel yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai *trance statistic* 94.18053 lebih kecil dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 95.75366 dan nilai *max-eigen value* 38.68403 lebih kecil dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 40.07757, sehingga dapat diartikan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi tidak dapat ditolak. Berdasarkan analisis ekonometrik tabel 4.6 dapat dilihat bahwa diantara indeks harga saham negara ASEAN-5 dan China selama periode penuh penelitian tidak terdapat kointegrasi jangka panjang yang terjadi.

Tabel 4.6: Hasil Pengujian Kointegrasi *Johansen Test* Antara ASEAN-5 dengan *benchmark* China pada Full Periode (2012 – 2017)

Hipotesis		Trace statistic	Critical value		Max-Eigen value	Critical value	
H_0	H_1		5%	Prob		5%	Prob
$r=0$	$r=0$	94.18053	95.75366	0.0639	38.68403	40.07757	0.0712
$r \leq 1$	$r=1$	55.49650	69.81889	0.3984	22.64051	33.87687	0.5581
$r \leq 2$	$r=2$	32.85598	47.85613	0.5648	16.62154	27.58434	0.6126
$r \leq 3$	$r=3$	16.23444	29.79707	0.6957	8.939409	21.13162	0.8373
$r \leq 4$	$r=4$	7.295033	15.49471	0.5436	6.210604	14.26460	0.5863
$r \leq 5$	$r=5$	1.084429	3.841466	0.2977	1.084429	3.841466	0.2977

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Berdasarkan tabel 4.7, pada periode sebelum diberlakukannya MEA, dapat dilihat bahwa nilai *trance statistic* dan *maximum eigen value* pada $r = 0$ lebih besar dari *critical value* dengan signifikansi 5%. Sehingga dapat dijelaskan bahwa dalam taraf uji 5 persen (0,05), terdapat satu *rank* variabel yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai *trance statistic* 104.9454 lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 95.75366 dan nilai *max-eigen value* 47.83455 lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 40.07757, sehingga dapat diartikan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi ditolak dan H_a yang menyatakan bahwa ada kointegrasi tidak dapat ditolak. Dengan hasil tersebut, maka terbukti adanya hubungan kointegrasi

jangka panjang antar pasar saham ASEAN-5 dengan China pada saat sebelum diberlakukannya MEA.

Tabel 4.7: Hasil Pengujian Kointegrasi *Johansen Test* Antara ASEAN-5 dengan *benchmark* China Periode Sebelum diberlakukannya MEA (2012 – 2015)

Hipotesis		Trace statistic	Critical value		Max-Eigen value	Critical value	
H_0	H_1		5%	Prob		5%	Prob
$r=0$	$r=0$	104.9454	95.75366	0.0100	47.83455	40.07757	0.0055
$r \leq 1$	$r=1$	57.11082	69.81889	0.3346	26.17110	33.87687	0.3104
$r \leq 2$	$r=2$	30.93972	47.85613	0.6697	15.33702	27.58434	0.7211
$r \leq 3$	$r=3$	15.60270	29.79707	0.7399	8.586968	21.13162	0.8642
$r \leq 4$	$r=4$	7.015730	15.49471	0.5758	5.349341	14.26460	0.6972
$r \leq 5$	$r=5$	1.666389	3.841466	0.1967	1.666389	3.841466	0.1967

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Berdasarkan tabel 4.8, pada periode sesudah diberlakukannya MEA, dapat dilihat bahwa nilai *trance statistic* dan *maximum eigen value* pada $r = 0$ lebih besar dari *critical value* dengan signifikansi 5%. Sehingga dapat dijelaskan bahwa dalam taraf uji 5 persen (0,05), terdapat satu *rank* variabel yang memiliki hubungan kointegrasi. Hal tersebut dapat dibuktikan dari nilai *trance statistic* 109.6836 lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 95.75366 dan nilai *max-eigen value* 61.39633 lebih besar dari nilai *critical value* 5 persen yaitu 40.07757, sehingga dapat diartikan H_0 yang menyatakan bahwa tidak ada kointegrasi ditolak dan H_a yang menyatakan bahwa ada kointegrasi tidak dapat ditolak. Dengan hasil tersebut, maka terbukti adanya hubungan kointegrasi jangka panjang antar pasar saham ASEAN-5 dengan China pada saat setelah diberlakukannya MEA.

Tabel 4.8: Hasil Pengujian Kointegrasi *Johansen Test* Antara ASEAN-5 dengan *benchmark* China Periode Sesudah diberlakukannya MEA (2015 – 2017)

Hipotesis		Trace statistic	Critical value		Max-Eigen value	Critical value	
H_0	H_1		5%	Prob		5%	Prob
$r=0$	$r=0$	109.6836	95.75366	0.0039	61.39633	40.07757	0.0001
$r \leq 1$	$r=1$	48.28725	69.81889	0.7102	19.01582	33.87687	0.8210
$r \leq 2$	$r=2$	29.27143	47.85613	0.7553	14.18673	27.58434	0.8095
$r \leq 3$	$r=3$	15.08471	29.79707	0.7746	8.812964	21.13162	0.8472
$r \leq 4$	$r=4$	6.271741	15.49471	0.6634	4.970665	14.26460	0.7455
$r \leq 5$	$r=5$	1.301076	3.841466	0.2540	1.301076	3.841466	0.2540

Sumber : Data diolah Penulis, 2018

Pada pengujian kointegrasi *Johansen* menggunakan kedua *benchmark* indeks, menunjukkan hasil yang berbeda. Pada periode sebelum diberlakukannya MEA di tahun 2012 hingga tahun 2015, hasil uji kointegrasi dengan dua *benchmark* berbeda menunjukkan adanya hubungan kointegrasi jangka panjang. Pada saat pengujian kointegrasi indeks saham ASEAN-5 dengan *benchmark* indeks Jepang, hanya pada periode sebelum diberlakukannya MEA yaitu pada tahun 2012 hingga 2015 yang terbukti terdapat vektor yang terkointegrasi. Jumlah vektor yang terkointegrasi juga hanya sebesar satu vektor. Hasil ini sesuai dengan hasil penelitian Phylaktis dan Ravazzolo (2002) yang menunjukkan bahwa terdapat pengaruh integrasi ekonomi antara Jepang dengan kawasan ASEAN.

Hasil pengujian kointegrasi indeks saham ASEAN-5 dengan *benchmark* indeks China, pada sub-periode sebelum dan setelah diberlakukannya MEA yaitu pada tahun 2012 hingga 2015 dan pada tahun 2016 hingga tahun 2017 menunjukkan bukti terdapat vektor yang terkointegrasi. Namun, jumlah vektor yang terkointegrasi juga hanya sebesar satu vektor. Hasil dari uji kointegrasi tidak sesuai dengan harapan peneliti, hubungan jangka panjang yang ditemukan tidak pada keseluruhan sub-periode. Tetapi adanya satu vektor terkointegrasi pada

saat sebelum diberlakukannya MEA. Dengan hasil temuan ini dapat diharapkan mengindikasikan bahwa terdapat hubungan jangka panjang. Ketika hanya satu hubungan kointegrasi yang ditemukan, peneliti mengindikasikan bahwa kelima pasar ASEAN termasuk terkointegrasi dan terintegrasi hingga batas tertentu. Hasil pengujian tersebut sejalan dengan penelitian Click dan Plummer (2005) yang melaporkan terdapat satu hubungan kointegrasi antara tahun 1998 hingga tahun 2002 pada pasar modal ASEAN. Janor, dkk (2007) yang mempelajari hubungan sebelum dan sesudah krisis 1997 juga menemukan bukti bahwa terdapat hubungan jangka panjang pada integrasi keuangan ASEAN.

4.2.3. Analisis Komparasi Tingkat Integrasi Pasar Modal ASEAN-5

Dari hasil perhitungan, analisa integrasi pasar modal ASEAN-5 dengan menggunakan metode konvergensi dan metode kointegrasi secara ringkas dapat jelaskan sebagai berikut. Hasil pengujian konvergensi beta (β) dan konvergensi sigma (σ) menunjukkan hasil yang searah baik diantara kelima pasar modal ASEAN-5 ketika menggunakan indeks *benchmark* Jepang maupun China, yang dapat dijelaskan bahwa sebelum diberlakukannya MEA kelima pasar modal ASEAN telah berada pada kondisi konvergensi yang mirip, yaitu kondisi indeks saham yang sama-sama mengarah ke arah konvergensi dengan pergerakan indeks saham yang semakin mirip. Kemiripan pergerakan indeks tersebut berdasarkan adanya interaksi saling respon dari pergerakan indeks antar negara, sehingga hubungan interaksi tersebut menunjukkan adanya integrasi. Dari hasil sebelum diberlakukannya MEA yang menunjukkan bahwa pasar modal ASEAN-5 telah berada pada kondisi yang terintegrasi, penelitian pada periode setelah diberlakukannya MEA menunjukkan adanya peningkatan tingkat integrasi dengan pergerakan konvergensi yang cepat, hasil tersebut didukung dengan beberapa literatur lainnya yang menggunakan pendekatan konvergensi diantara

pasar di wilayah yang sama dan sebagian besar melaporkan bahwa terdapat peningkatan integrasi antar pasar. Penelitian terdahulu yang mendukung hasil penelitian ini antara lain adalah Espinoza, dkk (2011) dan Park, C. N. (2013) yang mempelajari Asia dan ASEAN antara tahun 1993 hingga 2011 dan menemukan adanya konvergensi yang cepat dan tingkat integrasi yang baik di wilayah ASEAN.

Sedangkan pada pengujian kointegrasi *Johansen* menggunakan kedua *benchmark* indeks, menunjukkan hasil yang berbeda. Pada periode sebelum diberlakukannya MEA di tahun 2012 hingga tahun 2015, hasil uji kointegrasi dengan dua *benchmark* berbeda menunjukkan adanya hubungan kointegrasi jangka panjang. Namun pada periode setelah diberlakukannya MEA hanya pada saat menggunakan *benchmark* indeks China, yang menunjukkan bukti terdapat vektor yang terkointegrasi. Namun, jumlah vektor yang terkointegrasi juga hanya sebesar satu vektor. Ketika hanya satu hubungan kointegrasi yang ditemukan, peneliti mengindikasikan bahwa kelima pasar ASEAN termasuk terkointegrasi dan terintegrasi hingga batas tertentu. Hasil analisa tersebut didukung oleh penelitian Click dan Plummer (2005) dan Janor, dkk (2007) yang menemukan bukti bahwa terdapat hubungan jangka panjang pada integrasi keuangan ASEAN.

Dari analisa komparasi pada dua periode penelitian dapat disimpulkan bahwa terjadi peningkatan tingkat integrasi dengan pergerakan konvergensi yang tergolong cepat serta adanya hubungan jangka panjang antar pasar modal ASEAN-5, hasil tersebut juga diperkuat dengan adanya pergerakan indeks saham ASEAN-5 yang dapat dilihat pada gambar 1.1 yang memiliki pergerakan yang sangat mirip dan memiliki tren dengan pergerakan yang terus naik setelah diberlakukannya MEA. Dengan adanya peningkatan efisiensi pasar modal

melalui diberlakukannya MEA, negara-negara dengan struktur dan kapitalisasi pasar modal yang masih berkembang mulai memperluas keterbatasan dan mengadopsi standar dengan lebih cepat (Agenor, 2003). Hal tersebut didukung juga dengan adanya peningkatan nilai saham yang diperdagangkan baik investasi domestik maupun asing pada kelima pasar modal ASEAN per tahun 2016 yang menunjukkan meningkatnya jumlah investasi yang masuk di pasar modal ASEAN, data tersebut lebih lanjut dapat dilihat pada tabel 4.9.

Tabel 4.9: Nilai Transaksi Saham yang Diperdagangkan Pasar Modal ASEAN-5

Negara	Nilai Transaksi Saham yang Diperdagangkan (dalam juta dollar)					
	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indonesia	91,929	98,857	90,721	75,045	90,406	92,513
Malaysia	123.657	142.164	142.641	111.481	98.285	137.419
Philipina	35.684	44.588	42.213	38.418	35.851	33.804
Singapura	260,747	278,735	200,606	198,030	188,052	219,611
Thailand	238,851	349,911	310,639	271,316	324,998	339,528

Sumber: World Federation of Exchange, 2018

Selain itu, kapitalisasi pasar atau nilai pasar yang merupakan harga saham dikali dengan jumlah saham yang beredar untuk perusahaan domestik yang terdaftar di masing-masing bursa efek merupakan indikator yang menunjukkan perkembangan bursa saham. Dari data yang diperoleh pada tabel 4.10 menunjukkan data kapitalisasi pasar nilai akhir tahun dengan ukuran pasar domestik. Pergerakan nilai kapitalisasi pasar yang terjadi pada ASEAN-5 setelah diberlakukannya MEA menunjukkan tren pergerakan yang hampir sama. Peningkatan jumlah nilai saham yang diperdagangkan dan kenaikan jumlah kapitalisasi pasar menunjukkan bahwa terdapat manfaat dari adanya integrasi pasar modal di kawasan tersebut, integrasi keuangan tersebut meningkatkan

pertumbuhan ekonomi melalui peningkatan faktor liberalisasi arus modal yang cenderung mempercepat pengembangan pasar modal domestik (Agenor, 2003).

Tabel 4.10: **Kapitalisasi Pasar Modal ASEAN-5**

Negara	Kapitalisasi Pasar (dalam juta dollar)						
	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indonesia	390,107	428,223	346,674	422,127	353,271	433,822	520,687
Malaysia	395,623	466,587	500,387	459,004	382,976	363,149	455,772
Philipina	165,066	229,317	217,320	261,841	238,820	239,822	290,401
Singapura	598,272	765,078	744,413	752,831	639,956	649,456	787,255
Thailand	268,488	389,756	354,367	430,427	348,798	437,314	548,795

Sumber: World Federation of Exchange, 2018

Hasil penelitian dan disertai dengan bukti kondisi pasar modal di kawasan ASEAN-5 pada saat sebelum dan setelah diberlakukannya MEA telah menunjukkan bahwa MEA secara langsung maupun tidak sangat mempengaruhi masuknya jumlah investasi pada setiap negara ASEAN khususnya negara ASEAN-5. MEA mengakibatkan munculnya kejadian ekonomi yang signifikan khususnya dengan meningkatnya likuiditas pasar modal sesuai dengan Teori Q Tobin dan akan meningkatkan ekspektasi output produksi (Bencivengan dkk, 1996). Hasil penelitian ini didukung dan sejalan dengan peneliti terdahulu yang telah dilakukan oleh Penelitian dilakukan oleh Click dan Plummer (2005). Click dan Plummer menganalisis integrasi pasar modal negara lima negara ASEAN hasil penelitian tersebut menunjukkan bahwa pasar saham ASEAN-5 terintegrasi dalam arti ekonomi, namun integrasi tersebut belum lengkap. Salah satu implikasi adanya integrasi adalah dimungkinkannya perusahaan-perusahaan ASEAN memperluas basis pemegang saham mereka dan menurunkan biaya modal mereka untuk mendapatkan keuntungan yang lebih banyak.

Selanjutnya penelitian oleh Rizavani, dkk, (2011) meneliti sepuluh indeks saham komposit Asia dan dunia menggunakan metode konvergensi beta dan konversi beta dengan periode penelitian pada tahun 1999 – 2009. Studi tersebut mencatat bahwa telah terdapat peningkatan proses konvergensi di semua ekonomi Asia sepanjang periode penelitian dan mengindikasikan peningkatan tingkat integrasi keuangan Asia secara global dan regional. Penelitian yang dilakukan Janor, dkk (2007), mengeksplorasi integrasi pasar ekuitas lima negara ASEAN. Hasil penelitian ini mengungkapkan bahwa beberapa pasar terintegrasi secara regional dan global, namun integrasinya tidak sepenuhnya lengkap sehingga mencerminkan beberapa manfaat diversifikasi di pasar ini. Studi ini juga menunjukkan dampak signifikan dari krisis keuangan dan memberikan bukti pentingnya integrasi pada nilai tukar.

4.2.4. Implikasi Integrasi Pasar Modal ASEAN-5 dengan Diversifikasi Portofolio Internasional dan Pertumbuhan Ekonomi

Dari hasil pengujian konvergensi beta (β) dan sigma (σ) ditemukan bahwa sebelum diberlakukannya MEA pada tahun 2015, pasar modal ASEAN telah berada pada tingkat yang telah terintegrasi dan setelah diberlakukannya MEA ditemukan bahwa tingkat integrasi tersebut semakin meningkat dan menuju kearah tingkat integrasi maksimal. Dari hasil tersebut dapat dikatakan, pembentukan kerjasama Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA) membentuk pasar modal menjadi pasar yang lebih efisien. Seperti pendapat Click dan Plummer (2005) bahwa pasar yang terintegrasi lebih efisien dibandingkan dengan pasar yang tersegmentasi, sehingga kemungkinan adanya penyimpangan harga baik itu *overpriced* maupun *underpriced* akan terhindar. Sehingga investor akan lebih mudah dalam mengamati dan meramalkan tren yang terjadi di pasar modal.

Terbentuknya integrasi ini menjadi perwujudan nyata atas adanya peningkatan perdagangan dan investasi lingkup regional Arsyad (2015).

Perubahan hubungan integrasi patut mendapat perhatian dari investor. Dampak dari hubungan antar negara di ASEAN yang semakin dependen satu sama lain mengindikasikan adanya penguatan hubungan dependensi antar pasar modal yang menyebabkan keadaan pasar modal suatu negara semakin mudah mempengaruhi negara lain. Oleh karena itu, adanya peningkatan hubungan integrasi dapat menjadi pertimbangan bagi investor sebelum menentukan portfolio investasinya. Dimana pasar modal dalam satu kawasan regional cenderung memiliki pergerakan yang sama akan memiliki efek penularan (*contagion effect*) yang tinggi, sehingga hubungan antara pasar modal satu dengan yang lain menjadi erat (Climent dan Meneu, 2003). Interdependensi yang menguat ini diharapkan dapat memperkuat pertahanan struktur pasar modal regional terhadap efek contagion dari krisis ekonomi dan keuangan yang berasal dari luar ASEAN.

Terdapat hubungan terbalik antara manfaat dari diversifikasi portofolio dan tingkat integrasi pasar modal. Dengan adanya integrasi pasar modal, investor akan lebih dimudahkan dalam pemilihan portofolio investasi. Investor yang berasal dari luar daerah regional akan mendapat manfaat dalam kemudahan investasi, peningkatan likuiditas dan pengurangan biaya investasi (Click dan Plummer, 2005). Namun disisi lain, pasar modal yang terintegrasi juga dapat menimbulkan pengurangan kesempatan untuk mendapatkan keuntungan portofolio investasi. Hal tersebut dikarenakan risiko investasi yang menjadi menggelembung sehingga apabila terjadi penurunan harga atas suatu aset, maka harga aset lain yang berkorelasi positif akan mengalami penurunan sehingga potensi kerugian yang akan dialami juga semakin besar.

Dengan temuan rendahnya kointegrasi antara pasar modal memungkinkan investor untuk meminimalkan risiko portofolio dengan diversifikasi antara pasar modal (Kearney dan Lucey, 2004). Analisis pergerakan bersama jangka panjang (*cointegration*) pasar saham ASEAN-5 membawa implikasi terhadap pengelolaan portofolio internasional dan diversifikasi risiko. Implikasi tersebut berdampak terhadap keputusan investasi yang dibuat oleh investor internasional dalam pembentukan portofolio saham di pasar modal kawasan ASEAN-5. Bagi investor internasional, dengan derajat kointegrasi pasar saham ASEAN-5 yang masih rendah dengan satu vektor yang terkointegrasi membawa implikasi terhadap teori portofolio modern yang menganjurkan kepada investor untuk mendiversifikasi asetnya pada pasar saham antar negara. Oleh karena itu, bagi investor internasional dengan horison investasi jangka panjang dan strategi manajemen portofolio pasif terbuka peluang untuk mendapatkan manfaat potensial dari diversifikasi jika membentuk portofolio internasional dengan membeli saham di lima pasar modal ASEAN-5.

Hasil pengujian yang membuktikan bahwa terdapat peningkatan integrasi dan hubungan jangka panjang antar pasar modal ASEAN-5 setelah diberlakukan MEA menunjukkan implikasi yang kuat terhadap stabilitas keuangan negara. Peningkatan tingkat integrasi yang disertai dengan peningkatan harga saham dan kapitalisasi pasar akan mempengaruhi perekonomian riil melalui peningkatan likuiditas. Semakin *liquid* pasar modal disuatu negara, maka potensi untuk investasi akan semakin besar, dengan jumlah investasi meningkat akan membentuk ekspektasi *output* yang meningkat dan kemudian berpengaruh pada penurunan suku bunga dan inflasi (Bencivenga dkk, 1996). Selain itu, dengan integrasi finansial, modal cenderung mengalir dari negara dengan kebijakan dan lembaga ekonomi makro yang lebih baik ke negara-negara yang memiliki

kebijakan dan institusi yang lemah. Sehingga secara tidak langsung akan menempatkan negara-negara yang terintegrasi untuk mencapai kebijakan makroekonomi yang lebih baik.



BAB V

PENUTUP

1.1. Kesimpulan

Dalam skripsi ini diteliti integrasi keuangan pasar saham negara ASEAN-5 dibandingkan dengan indeks saham Jepang dan China sebagai *benchmark* indeks pada bulan Januari 2012 hingga bulan Desember 2017 menggunakan data penutupan indeks harian, dalam menguji keberadaan dan menganalisis dinamika integrasi keuangan maka digunakanlah dua konsep komplementer yaitu konvergensi beta (β) untuk mengukur tingkat kecepatan integrasi dan konvergensi sigma (σ) untuk mengukur dispersi tingkat integrasi yang terjadi. Hasil penelitian menunjukkan dengan menggunakan dua *benchmark* indeks yang berbeda memberikan hasil searah yaitu terdapat peningkatan kecepatan integrasi dan peningkatan tingkat integrasi sebelum dan setelah diberlakukannya kerjasama Masyarakat Ekonomi ASEAN (MEA). Dalam penelitian ini, perhitungan konvergensi indeks harga saham dapat dijelaskan sebagai adanya pergerakan pasar modal dari tiap negara yang menjadi semakin mirip. Kemiripan pergerakan indeks harga saham tersebut menjelaskan adanya interaksi saling respon dari pergerakan indeks harga saham di satu negara terhadap negara lainnya, sehingga hubungan interaksi tersebut menunjukkan adanya integrasi.

Selain itu, hasil pengujian kointegrasi antara pasar saham ASEAN-5 dengan kedua *benchmark* indeks yaitu Jepang dan China periode sebelum diberlakukannya MEA dan setelah diberlakukannya MEA menunjukkan adanya interaksi hubungan dalam jangka panjang. Dari hasil pengujian konvergensi dan

kointegrasi tersebut dapat disimpulkan bahwa pasar ASEAN pada saat dilakukan pengujian dengan pasar saham Jepang maupun China tidak menunjukkan perbedaan yang signifikan. Pasar saham ASEAN-5 pada saat sebelum diberlakukannya MEA sudah berada pada kondisi terintegrasi dan memiliki hubungan jangka panjang dan setelah diberlakukannya MEA pada tahun 2016 pasar saham ASEAN-5 semakin terintegrasi dalam jangka panjang. Dengan hasil tersebut diberlakukannya kerjasama MEA menjadikan pasar modal ASEAN-5 menjadi lebih efisien, dengan pergerakan pasar modal yang semakin mirip akan memiliki efek penularan (*contagion effect*) yang tinggi sehingga hubungan interdependensi yang menguat ini diharapkan dapat memperkuat pertahanan struktur pasar modal regional terhadap efek contagion dari krisis ekonomi dan keuangan yang berasal dari luar ASEAN. Selain itu, bagi investor internasional, dengan horison investasi jangka panjang dan strategi manajemen portofolio pasif masih terbuka peluang untuk mendapatkan manfaat potensial dari diversifikasi jika membentuk portofolio internasional dengan membeli saham di lima pasar modal ASEAN. Peningkatan tingkat integrasi yang disertai dengan peningkatan harga saham dan kapitalisasi pasar akan mempengaruhi perekonomian riil melalui peningkatan likuiditas yang berpotensi untuk meningkatkan investasi yang membentuk ekspektasi *output* yang meningkat dan kemudian berpengaruh pada penurunan suku bunga dan inflasi. Selain itu, dengan integrasi finansial, akan menempatkan negara-negara yang terintegrasi untuk mencapai kebijakan makroekonomi yang lebih baik.

1.2. Saran

1. Bagi Regulator

1. Harmonisasi peraturan dan penerapannya dengan standar internasional.
Dengan memberlakukan prinsip aturan atau standar yang bersifat

universal, sehingga diperlukan kesepakatan diantara regulator pasar modal dari pada tiap negara ASEAN.

2. Diharapkan dalam waktu dekat tidak hanya Malaysia, Singapura dan Thailand yang tergabung dalam ASEAN *trading link* atau ASEAN *linkange* namun juga negara-negara ASEAN lainnya yang telah memiliki pasar bursa.
3. Kebijakan menggunakan dual *currency* dalam transaksi di pasar modal yang sudah dilakukan oleh bursa saham Singapura sepatutnya diikuti oleh pasar modal lainnya sehingga diharapkan dapat memperluas potensi peningkatan investasi.
4. Pengembangan teknologi dan manajemen informasi menjadi semakin penting dalam memperkuat proses pengambilan kebijakan yang lebih cepat dan akurat perlu dikembangkan sistem manajemen informasi yang berbasis regional. Dengan adanya temuan pasar saham ASEAN yang semakin terintegrasi berarti implementasi sistem informasi harus dapat diterapkan secara penuh.
5. Tingkat kemudahan akses dan pemahaman investasi pada semua negara ASEAN harus berada pada tingkat yang sama dan harus menjadi perhatian pemerintah untuk menghindari pemusatan pergerakan bursa di satu negara saja. *Investor base* merupakan hal penting dalam pengembangan pasar modal suatu kawasan, maka peningkatan jumlah investor domestik mutlak dilakukan. Salah satu cara yang bisa dilakukan adalah dengan meningkatkan perlindungan terhadap investor atas kemungkinan pelanggaran yang dilakukan oleh perusahaan efek dalam bentuk *investor protection fund*. Cara ini di harapkan dapat meningkatkan rasa aman bagi investor terutama investor domestik dan diharapkan dapat meningkatkan jumlah investasi di pasar modal.

1. Bagi Peneliti Selanjutnya

Peneliti selanjutnya diharapkan dapat menilai tingkat integrasi pasar saham dengan menyamakan tiap harga indeks saham pada satu mata uang yang sama untuk mendapatkan hasil yang lebih baik. Selain itu, peneliti juga dapat membagi ASEAN menjadi dua kelompok berdasarkan jumlah kapitalisasi besar dan kecil sehingga akan lebih diketahui pengaruh dari diberlakukannya Masyarakat Ekonomi ASEAN terhadap pasar modal.



DAFTAR PUSTAKA

- Adam, K., Jappelli, T., Menichini, A., Padula, M., & Pagano, M. 2002. Analyse, compare, and apply alternative indicators and monitoring methodologies to measure the evolution of capital market integration in the European. *Centre for Studies in Economics and Finance (CSEF), University of Salerno*.
- Agenor, P.R. 2003. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts. *The World Economy*, Vol.26, (No.8) pp.1089–1118.
- Arikunto, S. 2002. *Prosedur suatu penelitian: pendekatan praktek. edisi revisi kelima*. Jakarta: Rineka Cipta.
- Arsyad, N. 2015. Integration between East and Southeast Asian equity markets. *Journal of Financial Economic Policy*, Vol.7, (No.2) pp.104–121.
- Auruma, S.T. dan Sudana, I. M. 2013. Diversifikasi Investasi Saham: Perbandingan Risiko Total Portofolio Melalui Diversifikasi Domestik dan Internasional. *Jurnal Manajemen Teori dan Terapan*, Vol.6, (No.1) pp.24–39.
- ASEAN Capital Markets Forum. 2009. The Implementation Plan. (www.theacmf.org/ACMF/report/ImplementationPlan.pdf) diakses pada 1 Januari 2018.
- Babecký, J., Komárek, L. & Komárková, Z. 2010. Financial Integration at Times of Financial Instability. *Czech National Bank Working Paper*.
- Babetskii, I., Komarek, L. & Komarkova, Z. 2007. Financial Integration of Stock Markets among New EU Member States and the Euro Area. *Czech Journal of Economics and Finance*, Vol.57, (No.7–8) pp.341–362.
- Baele, L., Ferrando, A., Hordahl, P., Krylova, E., & Monnet, C. 2004. Measuring Financial Integration in the Euro Area. *ECB Occasional Paper Series*.
- Bank of Thailand. 2018. Historical Data SET & External Stock Market Indexes. (<https://www.both.or.th/>) diakses pada 5 Januari 2018.
- Belinda, F. 2016. Analisis Hubungan Kausalitas Antara Indikator Makro Ekonomi: Studi Perbandingan Antara Indeks Harga Saham Konvensional dan Syariah di Indonesia dan Malaysia. *Skripsi*. Universitas Brawijaya. Malang.
- Bencivenga, V. R., Smith, B., & Star, R.M. 1996. Equity markets, transactions costs and capital accumulation: an illustration. *World Bank Economic Review*. Vol.10: pp.241-265.
- Bernard, A. dan Durlauf, S. 1996. Interpreting test of the convergence hypothesis. *Journal of Econometrics*, Vol.71, pp. 161-173.
- Cappiello, L., Gerard, B., & Manganelli, S. 2005. The Contagion Box: Measuring Financial Market Co-movements by Regression Quantiles. *ECB Working Paper No. 501*.

- Chandra, J. Y. 2015. Analisa Kointegrasi Pasar Modal ASEAN-5 Sebelum, ! dan Setelah Krisis Subprime Mortgage. *FINESTA*, Vol.3, (No.1) pp.24–29
- Chowdhury, A. R. 1994. Stock market interdependencies: Evidence from ... asian NIEs. *Journal of Macroeconomics*, Vol.16, (No.4) pp.629–651.
- Chung, T. F. dan Ariff, M. 2015. ASEAN Financial Market Integration -- A Rainbow on the Horizon?. *Taylor's Business Review*, Vol.5, (No.1) pp.51–80.
- Click, R. W. dan Plummer, M. G. 2005. Stock market integration in ASEAN after the Asian financial crisis. *Journal of Asian Economics*, Vol.16, (No.1) pp.5–28.
- Climent, F., & Meneu, V. 2003. Has 1997 Asian crisis increased information flows between international markets. *International Review of Economics & Finance*, pp.111–143.
- Dornbusch, R., Park, Y. C., & Claessens, S. 2000. Contagion: Understanding How It Spreads. *The World Bank Research Observer* Vol.15, No.2, pp. 177–197.
- Emiris, M. 2002. Measuring capital market integration. *Bank of International Settlements Paper*, Vol.12, (No.12) pp.200–221.
- Endri. 2009. Keterkaitan pasar saham berkembang dan maju: implikasi diversifikasi portofolio internasional. *Integritas - Jurnal Manajemen Bisnis*, Vol.2 pp.105–119.
- Espinoza, R., Prasad, A. dan Williams, O. 2011. Regional financial integration in the GCC. *Emerging Markets Review*. Vol.12 pp.354–370.
- Feldstein, M. dan Horioka, C. 1980. Domestic Saving and International Capital Flows. *The Economic Journal*, Vol.90, (No.358) pp.314–329.
- Grubel, H. G. 1968. Internationally diversified portfolios: welfare gains and capital flows. *American Economic Review*, Vol.58 pp.1299–1314.
- Gumanti, T. A. dan Utami, E. S. 2002. Bentuk pasar efisien dan pengujiannya. *Jurnal Akuntansi & Keuangan*, Vol.4, (No.1) pp.54–68.
- Howard, S. dan Craigwell, R. 2010. Convergence of Caribbean Stock Exchanges. *Munich Personal RePEc Archive*, (No.40930).
- Husnan, Suad. 2001. *Dasar-dasar Teori Portofolio dan Analisis Sekuritas*. Yogyakarta: UPP AMP YKPN.
- Karim, B. A. dan Karim, Z. A. 2012. Integration of ASEAN-5 Stock Markets: a revisit. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol.8, (No.2) pp.21–41.
- Janor, H., Ali, R. dand Shaharudin, R. S. 2007. Financial Integration Through Equity Markets and the Role of Exchange Rate: Evidence from ASEAN-5 Countries. *Asian Academy of Management Journal of Accounting and Finance*, Vol.3, (No.1) pp.77–92.

- Kearney, C., dan Lucey, B. 2004. International Equity Market Integration: The evidence and Implication. *International Review of Financial Analysis*, pp. 571-583.
- King, R. G., dan Levine., R. 1993. Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*. Vol.108., pp.717-738.
- Krugman, P. 1999. *Ekonomi Internasional: Moneter bagian 2*. Terjemahan. Edisi keempat. Cetakan kedua. PT Raja Grafindo. Jakarta
- Levy, H. dan Sarnat, M. 1970. International Diversification of Investment. *American Economic Review*, Vol.60, (No.4) pp.668-675.
- Mailangkay, J. 2013. Integrasi Pasar Modal Indonesia dan Beberapa Bursa di Dunia (Periode Januari 2013 - Maret 2013). *Journal EMBA*, Vol. 1, (No.3) pp. 722-731.
- Malaka, M. dan Toar, A. 2015. Integrasi Pasar Modal Menuju Masyarakat Ekonomi Asean. *Indonesian Journal Of Business and Management*, Vol.1, (No.1) pp. 89-103.
- Manning, N. 2002. Common trends and convergence? South East Asian equity market. *Journal of International Money and Finance*, Vol.21, (No.2) pp.183-202.
- Mankiw, N. G. 2000. *Teori Makro Ekonomi*. Edisi Keempat. (Alih bahasa: Imam Nurmawan). Jakarta: Erlangga.
- Markowitz, H. 1952. Portfolio Selection. *Journal of Finance*, Vol.7, (No.1) pp.77-91.
- Mongelli, F. P. 2002. New' Vies On The Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?. *European Central Bank Working Paper*.
- Nachrowi, D. dan Hardius Usman. 2006. *Pendekatan Populer dan Praktis Ekonometrika untuk Analisis Ekonomi dan Keuangan*. Jakarta: Lembaga Penerbit Fakultas Ekonomi Universitas Indonesia
- Park, C. 2013. Asian Capital Market Integration: Theory and Evidence. *ADB Working Paper*, Vol.351.
- Phuan, S.M., Lim, K.-P. dan Ooi, A.Y. 2009. Financial Liberalization and Stock Markets Integration for Asean-5 Countries. *International Business Research*, Vol.2, (No.1) pp.100-111.
- Phylaktis, K. dan Ravazzolo, F. 2002. Measuring financial and economic integration with equity prices in emerging markets. *Journal of International Money and Finance*, Vol.21 pp.879-903.
- Riyanti dan Pandu, G. 2016. Pengujian Efisiensi Market Hipotesis Pra dan Pasca MEA (Pendekatan Johansen Cointegration Test). *In Proceedings The 2nd International Multidisciplinary Conference 2016* pp.216-229.
- Rizavani, S. S., Naqvi, B. dan Rizvi, S. K. 2011. Global and Regional Financial Integration of Asian Stock Markets. *International Journal of Business and Social Science*, Vol.2, (No.9) pp.82-93.
- Royfaizal, R. C., Lee, C. dan Mohamed, A. 2007. Asean-5+3 and Us Stock

- Markets Interdependence Before, During and After Asian Financial Cr
Munich Personal RePEc Archive, (No.10263).
- Saini, A. W., Azali, M., Habibullah, M. dan Matthews, K. 2002. Financial integration and the ASEAN-5 equity markets. *Applied Economics*, Vol. 34, pp. 2283-2288.
- Santosa, B. 2013. Integrasi Pasar Modal Kawasan Cina - Asean. *Jurnal Ekonomi Pembangunan*, Vol.14, (No.1) pp.78-91.
- Saputra, P. M. A. 2014. The Effect of Regionalism and Infrastructure on Bilateral Trade : An Augmented Gravity Analysis for ASEAN. *International Journal of Economics and Finance*, Vol.6, (No.3) pp.88-95.
- Satria, D. dan Maski, G. 2004. Analisis Pengaruh Indikator Makroekonomi Indeks Saham Regional ASEAN Terhadap Pasar Saham Indonesia (IHL - , Periode Pada Tahun 2009. *TEMA*, Vol.5 (No.1) pp.23-35.
- Schmukler, S. L. 2004. Financial Globalization: gain and pain for developing countries. *Federal Reserve Bank of Atlanta Economic Review*, pp.39-66.
- Sok-Gee, C. dan Karim, M. Z. 2010. Volatility spillovers of the major stock markets in ASEAN-5 with the US and Japanese stock markets. *International Research Journal of Finance and Economics*, (No.44) pp.156-167..
- Solnik, B. H. 1974. Why Not Diversify Internationally Rather Than Domestically?. *Financial Analysts Journal*, Vol.30 pp.48-54.
- Sugiyono. 2011. *Metode Penelitian Kuantitatif, Kualitatif, dan R&D*. Bandung: Alfabeta.
- Sugiyono dan Sudarwan. 2013. Model Kointegrasi Pasar Modal Indonesia Dengan Pasar Modal Regional. *Jurnal Ekonomi*, Vol.7 pp.991-1003.
- Suparmun, H. 2012. Keterkaitan Dinamis Pasar Saham Indonesia dan Asia Pasifik. *Jurnal Keuangan dan Perbankan*, Vol.16, (No.1) pp.13-26.
- Suryanta, B. 2011. Capital Market Integration in ASEAN Countries: Special Investigation of Indonesian Towards the Big Four. *The Asian Journal of Technology Management*, Vol.4, (No.2) pp.109-114.
- Suryanta, B. 2012. Aplikasi Rejim Persamaan Model Grafvitasi Yang Telah Dirubah Pada Kasus Dinamika Arus Perdagangan Indonesia Dengan Mitra Dagang Dari ASEAN. *Buletin Ekonomi Moneter dan Perbankan*, pp. 57-76.
- Tandelilin, Eduardus. 2001. *Analisis Investasi dan Managemen Portofolio, Edisi Pertama*. Yogyakarta: PT. BPFE.
- The ASEAN Secretariat. 2011. ASEAN Economic Community Factbook. (http://www.aseansec.org/wpcontent/uploads/2013/07/ASEAN_AECFactBook.pdf%5Cnhttp://scholar.google.com/scholar?hl=en&btnG=Search&q=intitle:ASEAN+Economic+Community+Factbook#3) diakses pada 15 Januari 2018.
- The ASEAN Secretariat. 2017. ASEAN Investment Report 2017, (http://asean.org/?static_post=asean-investment-report-2017) diakses pada 15 Januari 2018.
- Voronkova, S. 2004. Equity market integration in Central European emerging

markets: A cointegration analysis with shifting regimes. *International Review of Financial Analysis*, Vol.13 (No.5) pp.633–647.

Widagdo, S. B. 2013. Analisis Integrasi Pasar Modal Indonesia Dengan Negara ASEAN-5 Pasca Ratifikasi Protokol Kyoto Periode 2001-2009. Disertasi. Program Magister Manajemen Universitas Diponegoro Semarang.

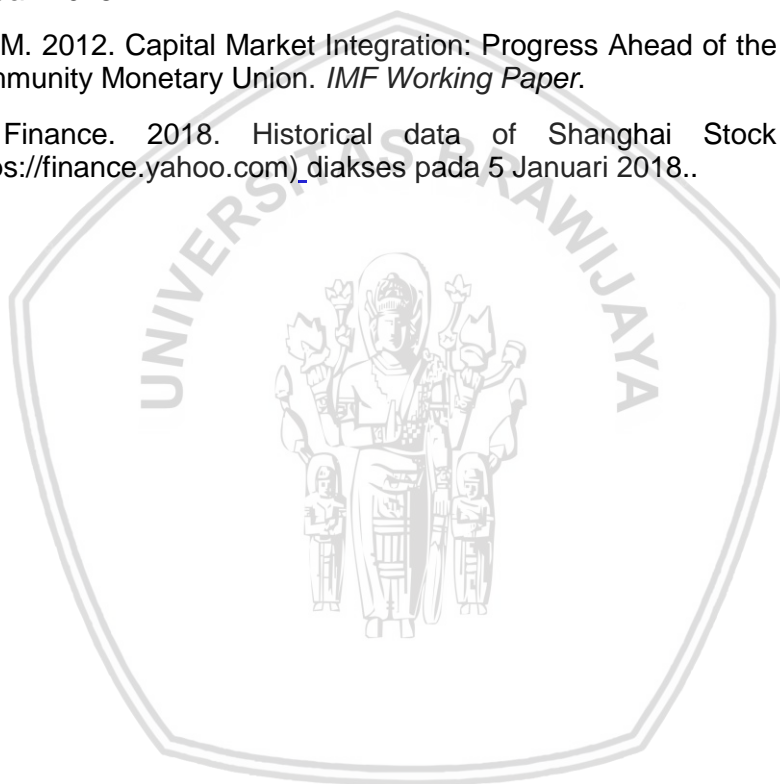
Widarjono, Agus. 2007. *Ekonometrika: Pengantar dan Aplikasi*. Yogyakarta: Ekonisia

World Federation of Exchange 2018a. Market Capitalization, World Federation of Exchange. (www.world-exchanges.org) diakses pada 15 Januari 2018.

_____. 2018. Number of Listed Companies, World Federation of Exchange. (www.world-exchanges.org) diakses pada Januari 2018.

Yabara, M. 2012. Capital Market Integration: Progress Ahead of the East African Community Monetary Union. *IMF Working Paper*.

Yahoo Finance. 2018. Historical data of Shanghai Stock Exchange. (<https://finance.yahoo.com>) diakses pada 5 Januari 2018..



LAMPIRAN

Lampiran 1 Hasil Uji Wald

Hasil Uji Wald Indeks Saham ASEAN+5 dan Jepang

Variabel Penelitian	Full Periode 2012 – 2017	Periode Sebelum MEA 2012-2015	Periode Setelah MEA 2016-2017
Indonesia	0.9202	0.9566	0.7258
Malaysia	0.7787	0.7696	0.3073
Filipina	0.2716	0.7465	0.1380
Thailand	0.0979	0.0674	0.8375
Singapura	0.0932	0.0574	0.2488

Sumber : Data Olahan Penulis (2018)

Hasil Uji Wald Indeks Saham ASEAN+5 dan China

Variabel Penelitian	Full Periode 2012 – 2017	Periode Sebelum MEA 2012-2015	Periode Setelah MEA 2016-2017
Indonesia	0.2866	0.4548	0.4243
Malaysia	0.3310	0.2535	0.4655
Filipina	0.6069	0.6165	0.9573
Thailand	0.7945	0.9588	0.4182
Singapura	0.7617	0.4107	0.1154

Sumber : Data Olahan Penulis (2018)

Lampiran 2 Hasil Uji Stasioneritas

Hasil Uji Stasioneritas Indeks Saham ASEAN+5 dan Jepang

Variabel Penelitian	Derajat Integrasi	ADF tests (Probabilitas)		
		Full Periode 2012 - 2017	Periode Sebelum MEA 2012-2015	Periode Setelah MEA 2016-2017
Indonesia	Level	0.5590	0.6136	0.1274
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Malaysia	Level	0.2199	0.5637	0.4554
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Filipina	Level	0.1966	0.6283	0.5211
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Thailand	Level	0.1539	0.6461	0.0644
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Singapura	Level	0.2872	0.3394	0.0187
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Jepang	Level	0.6188	0.6550	0.0033
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*

Ket: * = signifikan pada alpha 1%

** = signifikan pada alpha 5%

Sumber : Data Olahan Penulis (2018)

Hasil Uji Stasioneritas Indeks Saham ASEAN+5 dan China

Variabel Penelitian	Derajat Integrasi	ADF tests (Probabilitas)		
		Periode 2012 - 2017	Periode 2012-2015	Periode 2016-2017
Indonesia	Level	0.5590	0.6136	0.1274
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Malaysia	Level	0.2199	0.5637	0.4554
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Filipina	Level	0.1966	0.6283	0.5211
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Thailand	Level	0.1539	0.6461	0.0644
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
Singapura	Level	0.2872	0.3394	0.0187
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*
China	Level	0.4389	0.5289	0.1753
	1 st Difference	0.0000*	0.0000*	0.0000*

Ket: * = signifikan pada alpha 1%

** = signifikan pada alpha 5%

Sumber : Data Olahan Penulis (2018)

Lampiran 3 Hasil Uji Lag Optimal

Hasil Uji Lag Optimum Indeks Saham ^x ASEAN+5 dan Jepang

Periode	Lag	C	SC	HQ
Periode 2012-2017	0	- 3320	-16.11251	-16.12550
	1	- 3842	-41.59356*	-41.68455
	2	-41.78606*	-41.51704	-41.68600*
Periode Sebelum MEA 2012-2015	0	-18.40626	-18.37755	-18.39537
	1	-41.39545	-41.19443*	-41.31916*
	2	-41.45353*	-41.08022	-41.31186
Periode Setelah MEA 2016-2017	0	-23.67342	-23.62390	-23.65401
	1	-43.01466*	-42.66802*	-42.87880*
	2	-42.97751	-42.33375	-42.72520

Ket: * = kriteria lag terpilih

Sumber : Data Olahan Penulis (2018)

Hasil Uji Lag Optimum Indeks Saham ASEAN+5 dan China

Periode	Lag	AIC	SC	HQ
Periode 2012-2017	0	-16.04677	-16.02608	-16.03907
	1	-41.42578	-41.28092*	-41.37191*
	2	-41.45157*	-41.18254	-41.35151
Periode Sebelum MEA 2012-2015	0	-17.73315	-17.70443	-17.72225
	1	-40.91751	-40.71649*	-40.84123*
	2	-40.95935*	-40.58603	-40.81768
Periode Setelah MEA 2016-2017	0	-24.62123	-24.57171	-24.60182
	1	-43.37063*	-43.02399*	-43.23477*
	2	-43.35360	-42.70984	-43.10129

Ket: * = kriteria lag terpilih

Sumber : Data Olahan Penulis (2018)